

Myndighetsmisbruk ved emisjoner



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 675

Leveringsfrist: 25. november 2011

(* regelverk for masteroppgave på:

www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUR5030/reglement/vedlegg_emnebeskrivelse_masteroppgaver_JUR5030_5060.html)

Til sammen 16 302 ord

21.11.2011

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Rettskildebildet	2
1.3	Fremstillingen videre	3
<u>2</u>	<u>AKSJELOVENES § 5-21 OG § 6-28: GRUNNLEGGENDE HENSYN OG PRINSIPPER</u>	<u>3</u>
2.1	Majoritetsprinsipp og minoritetsvern	3
2.2	Likhetsprinsippet	4
2.3	Vinningsformålet	5
2.4	Forholdet mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet	5
2.5	Vilkår for myndighetsmisbruk	6
<u>3</u>	<u>MYNDIGHETSMISBRUK VED RETTEDE EMISJONER</u>	<u>6</u>
3.1	Innledning	6
3.2	Aksjonærenes fortrinnsrett. Minoritetsvern	7
3.3	Vilkår for myndighetsmisbruk	9
3.3.1	Innledning	9
3.3.2	Når må vilkårene være oppfylt?	9
3.3.3	Plikt- og rettighetssubjekter	9
3.3.4	Krav til myndighetsutøvelsens form	15
3.3.5	Krav til beslutningens virkninger. Materielle vilkår	16
3.3.5.1	Innledning	16
3.3.5.2	Egnethetsvilkåret	16

3.3.5.3	Urimelig fordel. Særlig om fordelsbegrepet. Krenkelse av likhetsprinsippet og vinningsformålet	18
3.3.5.4	Emisjonsbeslutningens faktiske virkninger – vurderingsobjektet	20
3.3.5.4.1	Sentrale problemstillinger	20
3.3.5.4.2	Aksjeinnskuddet	21
3.3.5.4.3	Selskapsandelens verdi. Økonomiske rettigheter	23
3.3.5.4.4	Organisatoriske rettigheter	32
3.3.5.5	Idealnormen	34
3.3.6	Urimelighetsvilkåret	35
3.3.6.1	Innledning	35
3.3.6.2	Motivet for beslutningen	35
3.3.6.3	Tilblivelsesmangler	37
3.3.6.4	Inngrepsterskel	38
3.3.6.5	Saklighetsvilkåret	40
3.3.6.5.1	Oversikt	40
3.3.6.5.2	Betydningen av vinningsformålet	41
3.3.6.5.3	Forholdet mellom vinningsformålet og krenkelsen av organisatoriske rettigheter	42
3.3.6.5.4	Forholdet mellom vinningsformålet og likhetsprinsippet	47
3.3.6.5.5	Øvrige saklighetsargumenter	52
3.3.7	Bevisbyrde	52
4	<u>MYNDIGHETSMISBRUK VED FORTRINNSRETTSEMISJONER</u>	54
4.1	Innledning	54
4.2	Innvendinger mot selve kapitalforhøyelsen	54
4.3	Innvendinger mot den fastsatte emisjonskursen	54
4.3.1	Overkurs	54
4.3.2	Favørkurs	56
5	<u>OPPSUMMERING</u>	57
6	<u>LITTERATURLISTE</u>	60
7	<u>LISTER OVER TABELLER OG FIGURER M V</u>	A

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Oppgavens tema er generalforsamlingens og styrets myndighetsmisbruk ved emisjoner i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper.

Myndighetsmisbruk betegner situasjoner der generalforsamlingen eller selskapsledelsen ikke utøver sin myndighet som forutsatt. Spørsmål om myndighetsmisbruk er særlig praktisk ved emisjoner. Årsaken er at en beslutning om å forhøye aksjekapitalen kan føre til en forskyvning av maktbalansen i selskapet og/eller at eksisterende aksjonærer blir økonomisk skadelidende ved lav tegningskurs (utvanning av aksjekapitalen).

Selv om myndighetsmisbruk ved emisjoner er nokså velkjent, har domstolene behandlet få slike saker. En årsak kan være at misbruksvurderingen ved emisjoner er veldig skjønnspreget. Flere av vilkårene reiser dessuten vanskelige bevisspørsmål. Det kan derfor fremstå som risikofylt å reise søksmål om en emisjonsbeslutning. Videre er likviditetsproblemer hos minoriteten ofte årsaken til at de stemmer mot en emisjon, og et søksmål om emisjonsbeslutningen kan være økonomisk byrdefullt.

Denne oppgaven skal belyse misbruksreglenes innhold ved emisjoner, herunder hvor langt prinsippet om myndighetsmisbruk går i å beskytte minoritetsaksjonærene mot utvanning av deres rettigheter. Det er to hovedtilfelle som skal behandles: (1) myndighetsmisbruk ved fortrinnsrettsemisjoner og (2) myndighetsmisbruk ved rettede emisjoner. Virkninger av at asl./asal. § 5-21 og § 6-28 er overtrådt faller derimot utenfor oppgavens tema.

1.2 Rettskildebildet

Generalklausulen i asl./asal. § 5-21 viderefører asl. 1975 § 9-16.¹ For fullstendighetens skyld kan det presiseres at det i aksjelovene av 1997 ble foretatt en justering i ordlyden, samt at det ble innført en overskrift i bestemmelsen.²

Forarbeidene legger også til grunn at asl./asal. § 5-21 tilsvarer asl. 1976 § 9-16.³ Det samme gjelder i forholdet mellom asl./asal. § 6-28 og asl. 1976 § 8-14.⁴

Generalklausulene kodifiserer for øvrig alminnelige aksjerettslige grunnsetninger og må derfor suppleres med uskrevne misbruksprinsipper.⁵

Ordlyden i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 beskriver ingen klar handlingsregel og gir derfor liten veiledning. Det er imidlertid avsagt flere dommer om myndighetsmisbruk. Videre finnes det enkelte fremstillinger av asl./asal. § 5-21 og § 6-28 i juridisk teori.⁶

Rettskildematerialet innsnevres derimot når vi kommer til anvendelse av misbruksreglene på emisjoner.

Aksjeloven av 1976 var basert på et nordisk samarbeid.⁷ Dansk, svensk og finsk rett kan derfor gi veiledning ved tolkningen av asl./asal. § 5-21 og § 6-28.⁸ Derimot er det vanskelig å utlede noe særskilt om misbruksvurderingen ved emisjoner.

Et begrenset omfang av rettskilder innebærer at misbruksvurderingen ved emisjoner primært beror på en analyse av reglenes formål og funksjon.⁹

¹ Lov 6. april 1976 nr. 59 om aksjeselskaper. Forkortet til asl. 1976.

² Ordlydsendringen består i at ordene "fatte beslutning" ble endret til "treffe noen beslutning".

³ Se NOU 1996:3 s. 102 og s. 206, jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 143 og s. 191.

⁴ Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 151 og s. 191.

⁵ Se Innst. 1970 s. 123 og Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 111, jf. s. 191, Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 313.

⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk.

⁷ Jan Skåre i TfR 1988: "Det nordiske aksjelovsamarbeidet" s. 606-623.

⁸ Jf. f.eks. Sandbekk i TtF 2002-3: "Misbruk av generalforsamlingens myndighet" s. 438-439.

⁹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 309.

1.3 Fremstillingen videre

I punkt 2 nedenfor skal det redegjøres for hvilke prinsipper som ligger til grunn for asl./asal. § 5-21 og § 6-28. Punkt 3 omhandler myndighetsmisbruk ved rettede emisjoner, mens punkt 4 omhandler myndighetsmisbruk ved fortrinnsrettsemisjoner. I punkt 5 skal det gis en oppsummering av de viktigste elementer knyttet til forståelsen av asl./asal. § 5-21 og § 6-28 ved emisjoner.

2 Aksjelovenes § 5-21 og § 6-28: Grunnleggende hensyn og prinsipper

2.1 Majoritetsprinsipp og minoritetsvern

Majoritetsprinsippet er et grunnleggende prinsipp i aksjeselskapsretten.¹⁰ Prinsippet er et uttrykk for at de fleste av generalforsamlingens beslutninger ikke trenger enstemmighet.¹¹ Dette følger av reglene om alminnelig flertall i asl./asal. § 5-17 og reglene om kvalifisert flertall i asl./asal. § 5-18 og § 5-19. Majoritetsprinsippet er begrunnet i hensynet til en effektiv styring av selskapet og fleksibilitet knyttet til driften.¹²

På den annen side åpner majoritetsprinsippet for misbruk av flertallskompetansen.¹³ Formålet med generalklausulen i asl./asal. § 5-21 er å sikre et effektivt minoritetsvern uten å legge for sterke restriksjoner på den handlefrihet som følger av majoritetsprinsippet.¹⁴ Asl./asal. § 5-21 er derfor en del av aksjeselskapsrettens materielle minoritetsvern.¹⁵

¹⁰ Jf. f.eks. NOU 1996:3 s. 74, Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 306.

¹¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 82, Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 306.

¹² Jf. f.eks. Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 306, Sandbekk i Tff 2002-3: "Misbruk av generalforsamlingens myndighet" s. 439.

¹³ Jf. f.eks. Sandbekk i Tff 2002-3: "Misbruk av generalforsamlingens myndighet" s. 441.

¹⁴ LG-2007-192659 s. 11.

¹⁵ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 307, Sandbekk i Tff 2002-3: "Misbruk av generalforsamlingens myndighet" s. 441, Woxholth, Selskapsrett s. 71.

Styret har ansvar for forvaltningen av selskapet, jf. asl./asal. § 6-12. Indirekte kontrolleres styret av aksjemajoriteten.¹⁶ I mindre selskaper vil dessuten majoritetsaksjonærene ofte selv sitte i styret. Styret kan derfor komme til å favorisere majoritetens særinteresser uten at saken forelegges generalforsamlingen. Av den grunn kan også asl./asal. § 6-28 første ledd ses som en del av aksjeselskapsrettens materielle minoritetsvern.¹⁷

2.2 Likhetsprinsippet

Likhetsprinsippet er fastslått i asl./asal. § 4-1 og fastsetter at alle aksjer gir lik rett i selskapet, med mindre annet følger av lov eller vedtekter. At likhetsprinsippet her er knyttet til aksjer og ikke til aksjonærer, må ses i lys av at aksjonærrettighetene i utgangspunktet er knyttet til aksjeinnehav, og at aksjene er like store og gir like rettigheter, jf. asl./asal. § 3-1 annet ledd første og annet punktum.¹⁸ Prinsippet kan derfor også formuleres slik at aksjonærene har lik rett.¹⁹

Likebehandling av aksjene vil normalt innebære relativ likebehandling av aksjonærene ut fra hvor mange aksjer de disponerer.²⁰ Det er altså adgang til å forskjellsbehandle på grunnlag av ulikt antall aksjer så lenge hver aksje gir lik rett.²¹ Konsekvenser på grunn av faktiske forskjeller utenfor selskapsforholdet er derimot uten betydning.

I juridisk teori er det antatt at kravet til likebehandling av aksjonærene kan utledes av ordene ”egnet til å gi visse aksjeeiere ... fordel på andre aksjeeieres bekostning”, jf. asl./asal. § 5-21 og § 6-28 første ledd.²²

¹⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 122.

¹⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 122, Woxholth, Selskapsrett s. 71.

¹⁸ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 132.

¹⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 97, Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 132.

²⁰ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 132.

²¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 309.

²² Bråthen, Kommentarer til aksjeloven i Norsk lovkommentar note 873.

2.3 Vinningsformålet

Betegnelsen ”vinningsformålet” sikter til selskapets overordnede økonomiske formål.²³ Aksjeloven forutsetter at vinningsformålet har to sider.²⁴ For det første skal selskapet drive virksomhet som er egnet til å sikre et maksimalt overskudd, jf. asl. § 1-1 tredje ledd nr. 2. For det andre skal dette overskuddet tilfalle aksjonærene, se forutsetningsvis asl./asal. § 2-2 annet ledd og § 5-20 første ledd nr. 5. Vinningsformålet må vurderes over lengre tid.²⁵ Det avgjørende er om strategien det legges opp til på lang sikt er egnet til å sikre gevinstmaksimering. Av den grunn kan et kortsiktig tap, for eksempel i forbindelse med en restrukturering, likevel være i samsvar med vinningsformålet.

Vinningsformålet fanges opp av misbruksreglene.²⁶ Generalforsamlingens beslutninger eller selskapsledelsens handlinger må ikke være egnet til å gi en urimelig fordel på ”selskapets bekostning”, jf. asl. § 5-21 og § 6-28.

2.4 Forholdet mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet

Likhetsprinsippet forbyr i utgangspunktet enhver forskjellsbehandling.²⁷ Prinsippet må imidlertid tolkes i lys av andre kryssende hensyn, herunder vinningsformålet.²⁸ Et krav om absolutt likhet kan vanskeliggjøre selskapets virksomhet. Av og til kan forskjellsbehandling av aksjonærene være i selskapets interesse og dermed i aksjonærfellesskapets interesse. En rettet emisjon til utvalgte aksjonærer innebærer forskjellsbehandling. Dersom emisjonen medfører at aksjonærer med særlig kompetanse forblir i selskapet, kan den likevel være i samsvar med vinningsformålet.

²³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 105, Bråthen, Selskapsrett s. 56.

²⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 105.

²⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 109.

²⁶ LG-2007-192659 s. 11, Bråthen, Kommentarer til aksjeloven i Norsk lovkommentar note 874.

²⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 100.

²⁸ LG 2007-192659 s. 11, Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov s. 121.

Det må derfor foretas en avveining mellom likhetsprinsippet og vinningsformålet. En saklig begrunnet forskjellsbehandling er tillatt.²⁹

2.5 Vilkår for myndighetsmisbruk

Generalklausulene i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 oppstiller flere vilkår som må være oppfylt for å konstatere myndighetsmisbruk. For å unngå dobbeltbehandling, utsettes imidlertid gjennomgangen av misbruksvilkårene til punkt 3 og 4 nedenfor.

3 Myndighetsmisbruk ved rettede emisjoner

3.1 Innledning

Ved kapitalforhøyelse har aksjeeierne en lovbestemt fortrinnsrett til å tegne aksjer, jf. asl./asal. § 10-4. Den som fra før eier for eksempel 5 prosent av aksjekapitalen, har således rett til 5 prosent av aksjene som utstedes ved kapitalforhøyelsen. Fortrinnsretten har primært to formål: dels å forhindre at eldre aksjonærer blir økonomisk skadelidende ved lav tegningskurs (utvanning av aksjekapitalen), dels motvirke at maktforholdene i selskapet forskyves, eksempelvis ved at en minoritetspost taper rettigheter som krever minst 10 % av aksjekapitalen.³⁰

En rettet emisjon forutsetter fravikelse av fortrinnsretten, jf. asl./asal. § 10-5. En slik fravikelse kan føre til utvanning av eksisterende aksjonærers rettigheter. Spørsmål om myndighetsmisbruk er derfor særlig praktisk ved rettede emisjoner. Mange av de samme problemstillinger oppstår imidlertid også i allmennaksjeselskaper hvor aksjene utbys til fri tegning.³¹ Den videre fremstillingen har derfor tilsvarende relevans for slike emisjoner.

²⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 101, Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 404.

³⁰ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 515, Bråthen, Selskapsrett s. 173, Woxholth, Selskapsrett s. 145.

³¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 365.

Det forkommer at ordlyden i generalforsamlingens beslutning ikke utpeker utvalgte aksjonærer eller tredjemenn til å delta i en rettet emisjon, eller gir styret kompetanse til å gjøre det. Rettspraksis gir likevel holdepunkter for at kapitalforhøyelsen kan være en rettet emisjon. I denne sammenheng er Rt. 1919.550 relevant. Ved en kapitalutvidelse der kursen ble satt under aksjenes verdi, ble det gitt anledning for to aksjer til å tegne én ny. Rifsgaard eide kun én aksje, og ble dermed utelukket fra å delta i emisjon. Retten la til grunn at Rifsgaards aksjonærinteresser dermed var ”utilbørlig tilsidesatt”, og at han derfor hadde krav på erstatning.³²

Når det gjelder fondsemisjon, kommer forholdet mellom misbruksreglene og rettede emisjoner ikke på spissen. Asl./asal. § 10-23 oppstiller et ufravikelig forbud mot rettede fondsemisjoner. Omfattet av forbudet er også emisjoner hvor innskuddet dekkes dels ved nytegning og dels ved fondsemisjon.³³ Dersom fondsemisjonen består av friaksjer som tildeles parallelt med ordinær tegning av andre aksjer, vil beslutningen om friaksjer være ugyldig etter asl./asal. § 10-23 dersom ikke eksisterende aksjeeiere gis fortrinnsrett.³⁴ Misbruksreglene kommer derimot til anvendelse på den resterende delen av den rettede emisjonen.

3.2 Aksjonærenes fortrinnsrett. Minoritetsvern

Rettete emisjoner kan skje ved tingsinnskudd eller kontantinnskudd, jf. asl./asal. § 10-2 første ledd nr. 1. Aksjonærenes fortrinnsrett etter asl./asal. § 10-4 er imidlertid begrenset til kontantemisjoner. Riktignok kan fortrinnsretten fravikes ved den enkelte emisjonsbeslutning, jf. asl./asal. § 10-5. Uttalelser i forarbeidene innebærer imidlertid at flertallet ikke står fullstendig fritt ved spørsmålet om fortrinnsretten skal tilsidesettes. Adgangen til å tilsidesette fortrinnsretten suppleres av reglene om myndighetsmisbruk.³⁵

³² Dommen s. 551.

³³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 366, Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 684.

³⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 366.

³⁵ Ot. prp. nr. 19 1974-75 s. 54.

Rettspraksis har antatt at adgangen til å fravike fortrinnsretten ikke går lenger enn hva som er rimelig etter en totalvurdering.³⁶ Dette kan formuleres som at tilsidesettelse av fortrinnsretten krever saklig grunn.³⁷

Forarbeidenes begrunnelse for at fortrinnsretten bare gjelder ved kontantemisjoner er at kapitalforhøyelse ved tingsinnskudd må være en rettet emisjon mot navngitte personer.³⁸ Det er derfor upraktisk å gi fortrinnsreglene anvendelse på denne typen kapitalforhøyelse. Begrunnelsen tilsier imidlertid ikke at minoritetsvernet skulle reduseres.³⁹ For øvrig ville det gi dårlig sammenheng i loven hvis majoriteten ved å beslutte kapitalforhøyelse mot tingsinnskudd skulle kunne omgå begrensningene i adgangen til å beslutte kontantemisjon med fravikelse av aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett.⁴⁰ Av den grunn synes det nærliggende å konkludere med at misbruksreglene gjelder både ved kontantemisjoner og emisjoner mot tingsinnskudd.⁴¹ Dette innebærer at aksjonærene også ved tingsinnskudd beskyttes mot rettede kapitalutvidelser dersom den skjønsmarginen som følger av urimelighetsvilkåret er oversittet.⁴² Ved slike emisjoner fungerer likhetsprinsippet som en ulovfestet fortrinnsrett.

På denne bakgrunn vil den formelle forskjellen som ligger i aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett, jf. asl./asal. § 10-4, få begrenset betydning i relasjon til reglene om myndighetsmisbruk. I den videre fremstillingen behandles de to emisjonsformene samlet.

³⁶ RG 1993.737 (Nordmøre) s. 742.

³⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387, Bråthen, Selskapsrett s. 174. Saklighetskravet er nærmere behandlet i punkt 3.3.6.5 nedenfor.

³⁸ NOU 1996:3 s. 164, NOU 1992:29 s. 121.

³⁹ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 521-522.

⁴⁰ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 522.

⁴¹ Slik i resultatet også Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 367.

⁴² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 367. Se også Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 522.

3.3 Vilkår for myndighetsmisbruk

3.3.1 Innledning

Ordlyden i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 oppstiller flere vilkår som må være oppfylt for å konstatere myndighetsmisbruk. Disse vilkårene kan innledes i tre hovedgrupper. For det første stilles det krav om å være plikt- og rettighetssubjekt etter generalklausulene. For det andre må myndigheten være utøvet i en bestemt form. For det tredje stilles det krav til beslutningens virkninger (materielle vilkår).

3.3.2 Når må vilkårene være oppfylt?

Misbruksvurderingen etter asl./asal. § 5-21 skal skje ut fra tidspunktet for generalforsamlingens beslutning.⁴³ Ved handlinger som forplikter selskapet uten at det foreligger en forutgående beslutning, jf. asl./asal. § 6-28, vil det avgjørende være tidspunktet når selskapet bindes.⁴⁴

3.3.3 Plikt- og rettighetssubjekter

For at det skal foreligge myndighetsmisbruk, må myndigheten for det første være utøvet av de som er forpliktet etter generalklausulene. Selv om asl./asal. § 5-21 retter seg mot ”generalforsamlingen”, er det aksjonærene og andre som står fritt til å utøve stemmeretten som er de egentlige pliktsubjekter.⁴⁵ Pliktsubjektene i asl./asal. § 6-28 er derimot angitt som ”[s]tyret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet”.

Ettersom det er adgang til å gi styret fullmakt til kapitalforhøyelse, vil både generalforsamlingen og styret kunne være pliktsubjekt for misbruksreglene ved emisjoner, jf. henholdsvis asl./asal. § 10-1 første ledd og § 10-14 flg.

⁴³ LG-2007-192659 s. 11.

⁴⁴ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 310.

⁴⁵ Bråthen, Kommentarer til aksjeloven i Norsk lovkommentar note 867.

Videre er det en forutsetning for myndighetsmisbruk at myndigheten er utøvet overfor noen som er beskyttet av generalklausulene. Asl./asal. § 5-21 og § 6-28 oppstiller tre vilkår for å være rettighetssubjekt. For det første må man være "aksjeeier". Videre må beslutningen berøre aksjonærens eierinteresser.⁴⁶ Gjelder forskjellsbehandlingen andre aksjonærer, er man ikke beskyttet av misbruksreglene. For det tredje skal ordene "kan ikke" i asl./asal. § 5-21 leses som om det sto "kan ikke uten samtykke fra samtlige berørte aksjonærer".⁴⁷ Tilsvarende gjelder for uttrykket "må ikke" i asl./asal. § 6-28 første ledd.⁴⁸ Dette innebærer et vilkår om at aksjonæren ikke må ha samtykket i beslutningen.⁴⁹

Det nærmeste vi kommer en legaldefinisjon av begrepet "aksjeeier" er bestemmelsen i asl./asal. § 4-2. Aksjeeierbegrepet er imidlertid relativt, jf. Rt. 2000.1792 s. 1798-1799.⁵⁰ I relasjon til misbruksreglene beror dette på en vurdering av de krenkede rettigheters overgang.⁵¹ Ved rettede emisjoner kommer betydningen av dette vilkåret på spissen hvis generalforsamlingen beslutter å nedsette aksjekapitalen til null, for deretter å foreta en rettet emisjon.⁵² Ved kapitalnedsettelsen blir aksjene i prinsippet slettet. Det kan derfor reises spørsmål om den etterfølgende beslutning om kapitalforhøyelse krenker en aksjonærinteresse.

I RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) fastslo retten at i relasjon til misbruksreglene må en nedsettelse av aksjekapitalen til null og en påfølgende kapitalforhøyelse vurderes i sammenheng. Det avgjørende måtte være hvilken virkning de to vedtakene "samlet

⁴⁶ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 311.

⁴⁷ Innst. 1970 s. 138, Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 319, Aarbakke m.fl., Kommentarutgave s. 402

⁴⁸ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 319.

⁴⁹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 311. Se også Aarbakke m.fl., Kommentarutgave s. 402, Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 319.

⁵⁰ Se også Hugo Matre i NTS 2001:4: "Hva er en aksjonær?" s. 396-406.

⁵¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 311.

⁵² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 369.

sett” var egnet til å gi.⁵³ Eierne av de tidligere aksjene vil derfor være rettighetssubjekt i forhold til den påfølgende kapitalforhøyelsen.

Et slikt standpunkt synes å ha gode grunner for seg. En kapitalnedsettelse trer ikke i kraft før den er registrert, jf. asl./asal. § 12-5 første ledd, jf. § 12-1 første ledd nr. 1. Det er derfor de tidligere aksjonærene som stemmer over emisjonsbeslutningen. Videre ville minoritetsbeskyttelsen bli vesentlig redusert om de tidligere aksjonærene ikke var rettighetssubjekter for reglene om myndighetsmisbruk.⁵⁴ Av den grunn er det nærliggende å konkludere med at eierne av de slettede aksjene fremdeles vil være ”aksjeeiere” i relasjon til asl./asal. § 5-21 og § 6-28.

Det neste personelle vilkåret er at *aksjeeierens* rettigheter må være krenket. Her må det sondres mellom organisatoriske og økonomiske rettigheter.⁵⁵ Ved en forholdsmessig tildeling av tegningsrett har aksjonærene mulighet til å opprettholde sin relative selskapsandel. Det forligger derfor ingen krenkelse av organisatoriske rettigheter.⁵⁶ Aksjonærer som gis delvis tegningsrett, vil derimot være beskyttet av misbruksreglene for den delen av beslutningen som krenker fortrinnsretten.⁵⁷

Det opereres ikke med et tilsvarende skille for økonomiske rettigheter. Settes emisjonskursen lavere enn aksjenes verdier (favørkurs), vil aksjonærene være rettighetssubjekter også der fortrinnsretten ikke tilsidesettes.⁵⁸ Bakgrunnen er at aksjonærene ikke kan pålegges en innskuddsplikt utover hva som følger av tegningsgrunnlaget for å opprettholde sin andel av selskapsformuen, jf. prinsippet i asl./asal. § 5-20 første ledd nr. 1. Som hovedregel kan derfor generalforsamlingen selv

⁵³ Dommen er nærmere behandlet i punkt 3.3.6.5.4 nedenfor.

⁵⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 369-370.

⁵⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370.

⁵⁶ Jf. f.eks. Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 321. Se også Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 519.

⁵⁷ Jf. f.eks. Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 321.

⁵⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370 og 374. Se også Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 520. Fastsettelse av emisjonskursen er nærmere behandlet i punkt 3.3.5.4.3 nedenfor.

ikke med kvalifisert flertall som for vedtektsendringer beslutte at emisjonen skal skje til favørkurs.⁵⁹

Det siste personelle vilkåret er at aksjeeieren ikke har *samtykket* i beslutningen. Her vil alminnelige prinsipper om avtaletolkning være relevant.⁶⁰ Hvorvidt samtykke er gitt, beror i utgangspunktet på en tolkning av aksjeeierens utsagn og eventuell konkludent adferd.⁶¹

Det kan ikke gis et generelt samtykke til oversittelse av misbruksreglene ved rettede emisjoner.⁶² Derimot kan det avgis forhåndsavkall så lenge dette gjelder en konkret beslutning.⁶³ Forhåndssamtykke kan også avgis i forbindelse med tildeling av styrefullmakt etter asl./asal. § 10-14.⁶⁴ Dette gjelder selv om fullmakten åpner for flere kapitalforhøyelser.

Ved vurderingen av om det foreligger et samtykke til å fravike fortrinnsretten, vil det være et ”moment” hvorvidt aksjonæren på forhånd har gitt uttrykk for at vedkommende ikke vil delta i kapitalforhøyelsen, jf. RG 1993.737 s. 743 (Nordmøre). Uttalelsene må imidlertid være forholdsvis klare for å innebære et samtykke til tilsidesettelse av fortrinnsretten i asl./asal. § 10-4.⁶⁵ RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) er et eksempel på dette. I denne saken hadde generalforsamlingen vedtatt å nedskrive aksjekapitalen til null og foreta en rettet emisjon mot hovedaksjonæren. I forkant av emisjonen hadde minoritetsaksjonærene gitt uttrykk for at de ikke ønsket å investere mer penger i selskapet. Retten mente at disse utsagnene ikke automatisk kunne tolkes som samtykke til tilsidesettelse av fortrinnsretten etter asl. § 10-4. Utsagnene ”måtte ses på bakgrunn av det anstrengte forhold som var mellom saksøkerne og hovedaksjonær. De var

⁵⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370.

⁶⁰ Se Woxholth, Avtalerett s. 110 flg.

⁶¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370. Se også Woxholth, Avtalerett s. 110 og 115.

⁶² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370, jf. s. 175.

⁶³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370.

⁶⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 370.

⁶⁵ Sml. Woxholth, Avtalerett s. 81.

generelle og knyttet seg ikke til de konkrete vedtak som ble fattet på generalforsamlingen.”⁶⁶

Ifølge juridisk teori må stemmegivningen anses som en viljeserklæring avgitt til selskapet.⁶⁷ Samtykke foreligger derfor hvis aksjonæren stemmer for emisjonsbeslutningen.⁶⁸

For enkelte formfeil er det antatt at aksjonæren taper sin posisjon som rettighetssubjekt hvis han forholder seg passiv på generalforsamlingen.⁶⁹ Det kan imidlertid argumenteres for at løsningen må bli en annen etter misbruksreglene.⁷⁰

Generalklausulene henviser til en bredere vurdering enn formfeil. Minoriteten kan derfor ha et særlig behov for å rådføre seg med juridisk ekspertise. Selv om selskapet ønsker en rask avklaring, kan det derfor ikke kreves at minoriteten gir uttrykk for et standpunkt på generalforsamlingen. Av den grunn foreligger ikke samtykke selv om aksjonæren unnlater å møte eller forholder seg passiv på generalforsamlingen.⁷¹

Status som rettighetssubjekt bortfaller derimot hvis samtykke avgis i etterkant av emisjonen.⁷² Med mindre det foreligger et uttrykkelig forbehold, anses aksjetegning som etterfølgende aksept av emisjonsbeslutningen. Tilsvarende gjelder dersom minoriteten tildeles tegningsrett, men kun delvis benytter denne. Er det ikke besluttet en forholdsmessig tildeling av tegningsrett, kan en tegning av de tildelte aksjer ikke forstås som samtykke til den delen av beslutningen som gjelder forskjellsbehandlingen.⁷³

Fremstillingen hittil har behandlet aksjeeierne som rettighetssubjekt. Ordlyden i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 rammer også beslutninger som er egnet til gi visse aksjeeiere

⁶⁶ Dommen s. 8.

⁶⁷ Werlauff, Generalforsamling og beslutning s. 439.

⁶⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 371, jf. s. 174.

⁶⁹ Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 407. Se også Rt. 1928.342 s. 344.

⁷⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 176.

⁷¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 176.

⁷² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 175 og 371. Se også Woxholth, Avtalerett s. 113-114.

⁷³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 371.

eller andre en urimelig fordel ”på selskapets bekostning”. Utover å angi selskapsinteressen som rettighetssubjekt for misbruksreglene, gir ordlyden liten veiledning om hva som ligger i denne formuleringen.⁷⁴

Selskapsinteressen kan noe unøyaktig inndeles i aksjonærinteressen og tredjemannsinteresser.⁷⁵ I forhold til aksjonærinteressen er problemstillingen om minoriteten kan påberope seg aksjonærfellesskapets interesser ved å vise til selskapsinteressen.⁷⁶ Dette er aktuelt der beslutningen påfører selskapet en ulempe uten at noen av aksjonærene mottar en tilsvarende fordel. Dermed tilstår ikke fordelene på bekostning av andre aksjeeiere, men på bekostning av alle. I forhold til tredjemenn er problemstillingen om andre interessegrupper, som arbeidstakere, kreditorer og samfunnet for øvrig, er rettighetssubjekt i tillegg til aksjonærene.⁷⁷

Forarbeidene forutsetter at reglene om myndighetsmisbruk er avgrenset til å gjelde aksjonærinteressen.⁷⁸ I juridisk teori er det også argumentert for en slik avgrensning.⁷⁹ Argumentasjonen går blant annet ut på at formålet med misbruksreglene er å beskytte aksjeminoriteten.⁸⁰ Det finnes andre, mer målrettede regler som ivaretar tredjemannsinteresser som kreditorer og arbeidstakere.⁸¹

På denne bakgrunn er det nærliggende å konkludere med at misbruksreglene er avgrenset til aksjonærinteresser som likhetsprinsippet og vinningsformålet.⁸² Ordlydens

⁷⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 155.

⁷⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 176. Se også Sandbekk i Tff 2002-3: ”Misbruk av generalforsamlingens myndighet” s. 459-460, Werlauff, Selskabsmasken s. 67-72.

⁷⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 155.

⁷⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 155.

⁷⁸ Innst. 1970 s. 137-138.

⁷⁹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 311-312. Se også Bråthen, Kommentarer til aksjeloven i Norsk lovkommentar note 874.

⁸⁰ Se for eksempel Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 191.

⁸¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 311-312, Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 546, jf. s. 495.

⁸² Se i resultatet Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 312. Motsatt i Werlauff, Selskabsmasken s. 72, jf. s. 96.

henvisning til ”selskapet” gjelder ivaretagelsen av vinningsformålet, mens referansen til ”andre aksjeeiere” gjelder beskyttelsen av likhetsprinsippet.

3.3.4 Krav til myndighetsutøvelsens form

Asl./asal. § 5-21 kommer bare til anvendelse på generalforsamlingens ”beslutninger”. Dette fanger opp formelle vedtak om et selskapsanliggende.⁸³

Asl./asal. § 10-1 annet ledd oppstiller krav til emisjonsbeslutningens formelle innhold. Har generalforsamlingen truffet et formelt gyldig vedtak om kapitalforhøyelse, er formkravet i asl./asal. § 5-21 oppfylt.⁸⁴

Ved rettede kontantemisjoner treffes det i realiteten to ”beslutninger”. Den ene beslutningen gjelder selve kapitalforhøyelsen, jf. asl./asal. § 10-1. Den andre gjelder beslutningen om å fravike fortrinnsretten, jf. asl./asal. § 10-5. I praksis integreres likevel fravikelse av fortrinnsretten i emisjonsbeslutningen for øvrig. Hvem som skal tegne de nye aksjene, skal angis, jf. asl./asal. § 10-1 annet ledd nr. 4. Ifølge juridisk teori er det tilstrekkelig å angripe den delen av emisjonsbeslutningen som gjelder fortrinnsretten.⁸⁵ En avgrenset del av vedtaket kan også oppfylle det formelle beslutningskravet.

Ved emisjoner mot tingsinnskudd har aksjonærene ingen lovbestemt fortrinnsrett. Emisjonsbeslutningen må derfor angripes slik den er formulert av styret etter asl./asal. § 10-3 første ledd, jf. § 10-1.⁸⁶

Når det gjelder asl./asal § 6-28 første ledd, innebærer de prosessuelle vilkår ingen selvstendig begrensning.⁸⁷ Misbruksreglene gjelder enhver disposisjon, jf. ordlyden ”foreta noe”.⁸⁸

⁸³ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 312, Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 402.

⁸⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 371.

⁸⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 371-372.

⁸⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 372.

⁸⁷ Truyen JV 2004 nr. 05-06: ”Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 312.

Det er styret som skal utarbeide forslag til kapitalforhøyelse og til eventuell styrefullmakt til kapitalforhøyelsen, jf. henholdsvis asl./asal. § 10-3 første ledd og § 10-5 første ledd. Styrets forslag til kapitalforhøyelse og eventuell styrefullmakt til kapitalforhøyelse oppfyller vilkåret om å ”foreta noe”, jf. asl./asal. § 6-28. Tilsvarende gjelder styrets beslutninger om å foreta emisjoner med hjemmel i fullmakten, jf. asl./asal. § 10-17.

For å lette den videre fremstillingen, vil styrets disposisjoner som omfattes av § 6-28 første ledd, også bli omtalt som ”beslutninger”.

3.3.5 Krav til beslutningens virkninger. Materielle vilkår

3.3.5.1 Innledning

Generalklausulene i asl./asal § 5-21 og § 6-28 refererer til tre materielle vilkår. Spørsmålet er om generalforsamlingens eller selskapsledelsen beslutning er (1) ”egnet til” å gi (2) ”visse aksjeeiere eller andre” en (3) ”urimelig fordel”. Ordene ”andre aksjeeieres eller selskapets bekostning” innebærer også et materielt vilkår i den forstand at dette knyttes til beslutningens virkninger. Vilåret er imidlertid behandlet i punkt 3.3.3 om plikt- og rettighetssubjekter.

3.3.5.2 Egnethetsvilåret

Asl./asal. § 5-21 og § 6-28 krever at beslutningen må være ”egnet til” å medføre bestemte virkninger. Ordlyden stiller altså krav til beslutningens egenskaper snarere enn dens faktiske virkninger.⁸⁹ Ifølge juridisk teori er det tilstrekkelig å sannsynliggjøre en årsaksevne.⁹⁰ En betinget emisjonsbeslutning kan derfor fylle årsakskravet med mindre

⁸⁸ Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 546, Bråthen, Kommentarer til aksjeloven i Norsk lovkommentar note 1211.

⁸⁹ Werlauff, Selskabsmasken s. 129-130, Sandbekk i Tff 2002-3: ”Misbruk av generalforsamlingens myndighet” s. 448.

⁹⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 372, jf. s. 204, Sandbekk i Tff 2002-3: ”Misbruk av generalforsamlingens myndighet” s. 449.

det er opplagt at betingelsen ikke vil inntreffe.⁹¹ Dette innebærer at generalklausulene kan komme til anvendelse på en rettet emisjonsbeslutning som kun trer i kraft dersom bestemte resultatmål nås. På den annen side innebærer aksjelovens formkrav til emisjonsbeslutningen en praktisk hindring for bruk av betingende beslutninger. Tegningsfristen ved kapitalutvidelser kan ikke settes senere enn tre måneder fra tidspunktet for generalforsamlingens beslutning, jf. asl. § 10-1 annet ledd nr. 5. Tilsvarende gjelder for kapitalutvidelser etter styrefullmakt, jf. henvisningen i asl. § 10-17 første ledd til asl. § 10-1. Her er det imidlertid styrets beslutning som er utgangspunktet for fristberegningen.⁹² Tilsvarende fristregler gjelder ikke etter allmennaksjeloven.

Egnethetsvilkåret innebærer videre at drøftelsen nedenfor om urimelighetsvilkårets anvendelse på kapitalutvidelser gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som kan medføre kapitalutvidelse.⁹³ Dette gjelder generalforsamlingens beslutning om lån med rett til å kreve utstedt aksjer, tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsrettigheter, jf. asl./asal. § 11-1, § 11-10 og § 11-12. Det samme gjelder beslutning om å tildele styrefullmakt, jf. asl./asal. § 10-14.

Beslutninger etter asl./asal. § 11-1, § 11-10 og § 11-12 er selvstendige vedtak som må anfektes uavhengig av selve kapitalforhøyelsen.⁹⁴ Når det gjelder styrefullmakt, kommer asl./asal. § 5-21 til anvendelse på beslutningen om å tildele fullmakten.⁹⁵ Også en fullmaktsbeslutning kan være "egnet til" å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på selskapets bekostning. Det stilles intet vilkår om at fullmakten faktisk benyttes. Misbruksinnsigelser mot styrets beslutning om å bruke fullmakten, må derimot anfektes med utgangspunkt i asl./asal. § 6-28.⁹⁶

⁹¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 372.

⁹² Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 710.

⁹³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 372.

⁹⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 372.

⁹⁵ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 321.

⁹⁶ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 321.

Når generalforsamlingen beslutter å tildele styrefullmakt til kapitalforhøyelse, kommer spørsmålet om fortrinnsrett på spissen allerede i fullmaktsbeslutningen.⁹⁷ Dersom den lovbestemte fortrinnsretten skal kunne fravikes av styret, må dette fremgå klart av generalforsamlingens beslutning, jf. asl./asal. § 10-14 annet ledd nr. 3. Det er dermed mulig å fastslå hvorvidt beslutningen er ”egnet til” å krenke *organisatoriske rettigheter*.

Videre må det presiseres om emisjonsbeslutningen gjelder tingsinnskudd, jf. asl./asal. § 10-14 annet ledd nr. 4. Et tilsvarende ufravikelig formkrav gjelder ikke for emisjonskursen. I praksis vil likevel generalforsamlingen fastsette kursen eller et prisintervall for denne, jf. det ufravikelige kravet i asl./asal. § 10-1 annet ledd nr. 3 som gjelder ordinære emisjonsbeslutninger.

Hvis emisjonskursen ikke er fastsatt i fullmaktsbeslutningen, kan det reises spørsmål om egnethetsvilkåret er til hinder for misbruksinnsigelser knyttet til *økonomiske rettigheter*.⁹⁸ På den ene side er det først ved styrets emisjonsvedtak det kan fastslås hvorvidt disse rettighetene faktisk er krenket, se asl./asal. § 10-17 første ledd, jf. § 10-1. På den annen side vil fullmakten kun være begrenset av forbudet mot underkurs, jf. asl./asal. § 10-12 fjerde ledd, jf. § 2-12 første ledd. Fremstillingen nedenfor vil vise at det kan foreligge myndighetsmisbruk selv om forbudet mot underkurs respekteres. I prinsippet kan en emisjonsfullmakt uten fastsatt tegningskurs derfor være egnet til å krenke aksjeeierens økonomiske rettigheter.⁹⁹

3.3.5.3 Urimelig fordel. Særlig om fordelsbegrepet. Krenkelse av likhetsprinsippet og vinningsformålet

Generalklausulenes vilkår om ”urimelig fordel” inneholder to komponenter: fordel og urimelig.¹⁰⁰

Ordet ”fordel” forutsetter at beslutningen er egnet til å overføre et gode.

⁹⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 373.

⁹⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 373.

⁹⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 373.

¹⁰⁰ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 13.

Teoretisk sett kan det tenkes at en beslutning kun er egnet til å medføre en ulempe, uten at mottakeren oppnår et tilsvarende gode. Her må generalklausulene suppleres med uskrevne selskapsrettslige misbruksprinsipper slik at også dette rammes av reglene om myndighetsmisbruk.¹⁰¹

Det vedtas for eksempel en rettet emisjon mot eksterne investorer. Det forutsettes at kursen er markedsmessig. Emisjonen medfører en kraftig utvanning av aksjonærer som har hatt en viktig rolle i selskapet og bidratt til selskapets inntjening. Det kan derfor sies at emisjonen er skjedd på "selskapets bekostning". Vinningsformålet er altså krenket. Det er vanskelig å se at denne ulempen automatisk korresponderer med en tilsvarende fordel for tegneren. For å sikre at en slik situasjon omfattes av misbruksreglene, må fordelsbegrepet derfor suppleres med uskrevne misbruksprinsipper.

Både generalklausulene og de uskrevne prinsipper om myndighetsmisbruk ivaretar den samme interesseavveiningen og gir uttrykk for en lik vurderingsnorm.¹⁰² Det sentrale spørsmålet er om beslutningen er egnet til å medføre en urimelig krenkelse av likhetsprinsippet eller vinningsformålet.¹⁰³ I juridisk teori er det utarbeidet en argumentasjonsmodell for misbruksvurderingen etter asl./asal. § 5-21 og § 6-28 som med individuelle tilpasninger kan anvendes på de fleste typetilfelle.¹⁰⁴ Hvorvidt det foreligger en urimelig krenkelse av likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet beror ifølge argumentasjonsmodellen på om beslutningens faktiske virkninger avviker fra den idealnorm som kan utledes av vinningsformålet og/eller likhetsprinsippet.¹⁰⁵ Modellen har fått tilslutning i rettspraksis og skal benyttes i det følgende.¹⁰⁶

¹⁰¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 313. Se også Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 401-402.

¹⁰² Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 313.

¹⁰³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 374. Se også Bråthen, Selskapsrett s. 132 og LG-2007-192659 s. 11 og 13.

¹⁰⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 25.

¹⁰⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 211 og s. 374.

¹⁰⁶ LG-2007-192659 s. 11, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14.

3.3.5.4 Emisjonsbeslutningens faktiske virkninger – vurderingsobjektet

3.3.5.4.1 Sentrale problemstillinger

Ved gjensidige bebyrdende disposisjoner vil vurderingsobjektet utgjøre nettosummen av det selskapet betaler og den verdien den mottatte ytelsen har for selskapet.¹⁰⁷

Emisjonsbeslutninger krever imidlertid en mer sammensatt vurdering. Tegneren yter et kontantbeløp eller et tingsinnsudd i bytte mot en selskapsandel. Denne selskapsandelen består av både økonomiske og organisatoriske rettigheter.

For *økonomiske* rettigheter vil vurderingsobjektet utgjøre differansen mellom aksjeinnskuddet og de emitterte aksjenes verdi.¹⁰⁸ Spørsmålet er om det foreligger såkalt favørkurs, dvs. om verdien av de emitterte aksjer overstiger verdien av aksjeinnskuddet.

Dersom kapitalutvidelsen krenker *organisatoriske* rettigheter, må det også avgjøres hvordan disse skal inngå i vurderingsobjektet.¹⁰⁹ Som det vil fremgå, er det vanskelig å beskrive organisatoriske rettigheter som et nettoprodukt.

Misbruksvurderingen skal skje ut fra emisjonsbeslutningens virkninger på beslutningstidspunktet.¹¹⁰ I juridisk teori har det imidlertid vært diskutert om etterfølgende kompensasjon kan reparere en krenkelse av økonomiske og/ eller organisatoriske rettigheter.¹¹¹ Det kan innvendes at en slik kompensasjonsadgang ville harmonere dårlig med hensynet til et effektivt minoritetsvern.¹¹² Blant annet vil det være enkelt for majoriteten å utvide kompetanseskranken gradvis. For eksempel vil majoriteten kunne avverge minoritetens søksmål om rettede emisjoner ved å foreta en etterfølgende reparasjonsemisjon. På den måten vil majoriteten kunne spekulere i om

¹⁰⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 374.

¹⁰⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 374.

¹⁰⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 374.

¹¹⁰ Jf. punkt 3.3.2 ovenfor.

¹¹¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 147-149.

¹¹² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 147.

minoriteten har evne eller vilje til å forfølge misbruket.¹¹³ Virkningene av en etterfølgende reparasjonsemissjon vil derfor ikke inngå i vurderingsobjektet.¹¹⁴ En reparasjonsemissjon kan imidlertid benyttes som saklighetsargument ved vurderingen av beslutningens gyldighet.¹¹⁵

3.3.5.4.2 Aksjeinnskuddet

Aksjelovene oppstiller flere formkrav til innholdet av en emisjonsbeslutning. Blant annet skal aksjeinnskuddets verdi fremgå av generalforsamlingens og styrets beslutning, jf. asl./asal. § 10-1 annet ledd nr. 3 og § 10-17 (1). Denne verdien er uten betydning for misbruksvurderingen.¹¹⁶ Ut fra misbruksreglene må aksjeinnskuddets verdi fastsettes uten hensyn til den verdien som er lagt til grunn i emisjonsbeslutningen.

Denne forskjellen har først og fremst betydning for emisjoner med tingsinnskudd.¹¹⁷ Ved kontantemisjoner fastslår asl./asal. § 10-9 annet ledd at emisjonsbeløpet må innbetales før registrering. Spørsmålet om kreditt på selskapets bekostning er derfor lite aktuelt for slike emisjoner. I utgangspunktet vil derfor det nominelle beløpet som fremgår av emisjonsbeslutningen, også utgjøre aksjeinnskuddets verdi.¹¹⁸

Aksjeinnskuddet skal verdsettes til ”virkelig verdi”. Dette gjelder både etter reglene om kapitalforhøyelse og reglene om myndighetsmisbruk.¹¹⁹ For kapitalutvidelse følger det av asl./asal. § 10-12 første ledd tredje punktum.

Hva innebærer det så at tingsinnskuddet skal verdsettes til ”virkelig verdi”? I juridisk teori er det antatt at ”virkelig verdi” i § 10-12 innebærer en henvisning til begrepet slik

¹¹³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 147-148.

¹¹⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 375.

¹¹⁵ Betydningen av en etterfølgende reparasjonsemissjon er nærmere behandlet i punkt 3.3.6.5.3 nedenfor.

¹¹⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 375.

¹¹⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 375.

¹¹⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 375.

¹¹⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 376, jf. s. 211.

dette er benyttet i regnskapsloven.¹²⁰ Begrepsbruken i regnskapsloven er imidlertid ikke avgjørende for hvordan aksjeinnskuddet skal verdsettes etter misbruksreglene.¹²¹ Dette har sammenheng med at misbruksreglene ivaretar andre hensyn enn asl./asal. § 10-12. Begrepet ”virkelig verdi” må derfor tolkes i forhold til den enkelte rettsregel.

For misbruksreglene er tingsinnskuddets markedsverdi utgangspunktet for hva som er ”virkelig verdi”.¹²² Gjøres innskuddet med børsnoterte aksjer, legges børskurs til grunn forutsatt at det foreligger et fungerende marked.¹²³

Ved konvertering av gjeld til egenkapital gjelder et unntak fra prinsippet om at markedsværdien skal legges til grunn.¹²⁴ I praksis omsettes fordringer på selskaper med svak økonomi for lavere enn pålydende. Tilsynelatende forutsetter forarbeidene til asl. 1976 likevel at pålydende skal legges til grunn.¹²⁵ Riktignok er forarbeidenes drøftelse knyttet til underkursforbudet i asl./asal. § 10-12, jf. § 2-12. Begrunnelsen har imidlertid overføringsverdi i andre sammenhenger. For selskapet er fordringen verdt pålydende siden det skjer en tilsvarende gjeldsreduksjon.¹²⁶

I mangel av et fungerende marked for innskuddsobjektet, må det ses hen til hva tilsvarende objekter verdsettes for.¹²⁷ I praksis blir det da spørsmål om å finne et prisintervall for innskuddsobjektet. Før sammenlignbare disposisjoner kan tillegges relevans, må eventuelle interessefellesskap mellom selger og kjøper lukes ut.¹²⁸ På den måten vil sammenligningsobjektet gjenspeile markedsværdien.

¹²⁰ Aarbakke m.fl., Kommentartutgave s. 132, Heffermehl m.fl., Endring av aksjekapital s. 25.

¹²¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 376.

¹²² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 376, jf. s. 211.

¹²³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 376. Se også NOU 1995:30 s. 132 hvor det i regnskapsrettslig sammenheng uttales: ”For markedsbaserte finansielle instrumenter bør virkelig verdi være børskurs eller tilsvarende observerbar markedsværdi.”

¹²⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 377.

¹²⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 57.

¹²⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 377.

¹²⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 377.

¹²⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 377, jf. s. 216.

Hvis det ikke foreligger sammenlignbare disposisjoner, må det ses hen til objektets underliggende verdier.¹²⁹ Virkelig verdi vil i så fall ta utgangspunkt i forventet netto kontantstrøm objektet kan forventes å generere. Kontantstrømanalysen må imidlertid justeres i lys av at formålet med vurderingen er å finne frem til en tenkt omsetningsverdi. Dette kan få betydning hvis aksjeinnskuddet er en minoritetspost. Minoritetsaksjonærenes innflytelse på generalforsamlingen avgrenses av majoritetsprinsippet. Dette innebærer at minoriteten har liten innflytelse på de økonomiske beslutninger som treffes i selskapet. Flere hevder derfor at en minoritetspost har mindre markedsverdi enn dens forholdsmessige andel av selskapets totalverdi.¹³⁰ Minoritetsvernet tilsier i så fall at aksjeinnskuddet verdsettes til den laveste verdien, det vil si minoritetspostens omsetningsverdi.¹³¹

Gjelder aksjeinnskuddet en gjenstand som har høyere bruksverdi enn markedsverdi, skal markedsverdien legges til grunn for verdsettelsen av tingsinnskuddet.¹³² Er bruksverdien lavere enn markedsverdien, vil bruksverdien derimot være avgjørende. På den måten ivaretas vinningsformålet og hensynet til et effektivt minoritetsvern.

3.3.5.4.3 Selskapsandelens verdi. Økonomiske rettigheter

Aksjene som tegneren mottar ved emisjonen, utgjør en selskapsandel.¹³³ Denne selskapsandelen består av økonomiske og organisatoriske rettigheter. I dette avsnittet behandles verdsettelsen av de *økonomiske rettighetene*, herunder spørsmålet om *favørkurs*.

¹²⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 378. Begrepet "underliggende verdi" er nærmere behandlet i punkt 3.3.5.4.3 om fastsettelse av emisjonskursen.

¹³⁰ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: "Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper" s. 98, Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 379-380.

¹³¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 378.

¹³² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 378, Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskap" s. 313.

¹³³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 374.

De økonomiske rettighetene omfatter enhver utdeling fra selskapet.¹³⁴ Verdien av disse rettighetene må neddiskonteres til en nåverdi før de kan inngå i misbruksvurderingen.

Når de økonomiske rettighetene skal verdsettes, er målet å komme frem til en ”virkelig verdi”.¹³⁵ Det finnes få uttalelser i rettspraksis om hva som er de emitterte aksjenes ”virkelige verdi”. På den annen side har rettspraksis foretatt en tolkning av begrepet i saker om innløsning av aksjer. Ved innløsning etter asl. § 4-17, § 4-18, § 4-23, § 4-24 og § 4-25 og asal. § 4-23 fremgår det av lovteksten at løsningssummen skal fastsettes etter aksjenes ”virkelige verdi”. Ved tvangsinnløsning etter asl. § 4-26, asal. § 4-25 og asal. § 4-24 sier bestemmelsene derimot ikke noe om løsningssummen, men ifølge rettspraksis er utgangspunktet også her ”virkelig verdi”, se Rt. 2003.713 premiss (74).

Det er særlig to høyesterettsdommer som har stått sentralt i drøftelsen av begrepet ”virkelig verdi”, nemlig Rt. 2003.713 (Norway Seafoods-dommen) og Rt. 2007.1392 (Flesberg-dommen). Norway Seafoods-dommen fastslår at løsningssummen for en aksje som overtas ved tvangsinnløsning med hjemmel i asal. § 4-25 skal fastsettes til ”virkelig verdi”, og at ”virkelig verdi” i denne sammenheng utgjør en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Resultatet i Norway Seafoods-dommen fikk tilslutning i Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006. Saken gjaldt gyldigheten av beslutning om en fortrinnsrettsemisjon. I den forbindelse måtte retten ta stilling til hvilke prinsipper som gjaldt for fastsettelse av emisjonskursen. Med henvisning til Norway Seafoods-dommen uttalte retten at emisjonskursen måtte beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Tingretten anså denne løsningen som et utslag av minoritetsvernet. Den samme løsningen måtte derfor også legges til grunn ved emisjoner.

Rettskildeværdien av tingrettsdommen er imidlertid begrenset. Videre gir Norway Seafoods-dommen kun anvisning på hva som ligger i begrepet ”virkelig verdi” i én type

¹³⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 378.

¹³⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 379.

innløsningssituasjon, nemlig ved tvangsinnløsning etter det som har vært betegnet som ”squeeze out”.¹³⁶ Rt 2007.1392 (Flesberg-dommen) gjaldt innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-16, jf. § 4-17. Også i denne dommen er utgangspunktet for verdsettelsen aksjenes ”virkelige verdi”. Dommen fastslår imidlertid at ”virkelig verdi” i denne sammenheng betyr antatt omsetningsverdi der det er grunnlag for å fastslå denne.

Til tross for disse høyesterettsavgjørelsene har det vært tvil om meningsinnholdet i begrepet ”virkelig verdi”.¹³⁷ Dyrnes har imidlertid utarbeidet et generelt begrepsapparat for verdsettelse av aksjer.¹³⁸ Begrepsapparatet gir et bidrag til drøftinger av begrepet ”virkelig verdi” ved innløsning av aksjer. Også ved emisjoner er målet for verdsettelsen å komme frem til aksjenes ”virkelige verdi”. Det kan derfor argumenteres for at begrepsapparatet vil ha tilsvarende relevans for verdsettelsen ved emisjoner.

Ifølge Dyrnes har begreper som ”verdsettelsesprinsipp” og ”underliggende verdier” et uklart meningsinnhold. Begrepene gir derfor liten veiledning ved en verdsettelse. Han forsøker imidlertid å gi begrepet ”verdsettelsesprinsipp” et mer presist innhold gjennom bruk av tre underbegreper: verdigrunnlag, verdinivå og verdipremisser.¹³⁹

Verdsettelse handler i hovedsak om å beregne den sannsynlige prisen som ville blitt betalt for et bestemt formuesobjekt i et bestemt marked på et bestemt tidspunkt og under bestemte forhold.¹⁴⁰ Det kan derfor sies at verdsettelse primært handler om å finne en hypotetisk pris, eller det som også kan kalles en ”antatt omsetningsverdi”. Dyrnes hevder at ”antatt omsetningsverdi” bør være det sentrale utgangspunktet

¹³⁶ Bråthen, Selskapsrett s. 100.

¹³⁷ Bråthen i NTS 2007:3: ”Verdsettelse av aksjer ved innløsning etter aksjeloven § 4-17” s. 17.

¹³⁸ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 78-107.

¹³⁹ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 80.

¹⁴⁰ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 81.

(verdigrunnlaget) ved verdsettelse av aksjer.¹⁴¹ Dette harmonerer også med begrepsbruken i forarbeidene der det sies at aksjenes virkelige verdi ”må beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi”.¹⁴² Flesberg-dommen bygger på samme utgangspunkt.¹⁴³

Dyrnes stiller videre spørsmål om utgangspunktet er antatt omsetningsverdi i et åpent marked (= åpen markedsverdi) eller i et lukket og begrenset marked (= lukket transaksjonsverdi).¹⁴⁴ Dette er et rettslig spørsmål, men Dyrnes mener at drøftelsen kan baseres på at målet er å finne en åpen markedsverdi.¹⁴⁵

Begrepet ”åpen markedsverdi” kan gis en nærmere presisering ved hjelp av definisjoner av begrepene ”Market Value” og ”Fair Value”.¹⁴⁶ Disse definisjonene tar utgangspunkt i en hypotetisk markedspris, dvs. en antatt omsetningsverdi.¹⁴⁷ Videre forutsetter de at den hypotetiske transaksjonen finner sted mellom parter som er på armlengdes avstand, at transaksjonen ikke er fremtvunget av negative omstendigheter, at det har foregått tilstrekkelige markedsaktiviteter i forkant av transaksjonen, og at markedsaktørene i rimelige grad har fått informasjon om selskapet.

¹⁴¹ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 100.

¹⁴² NOU 1996:3 s. 122.

¹⁴³ Rt 2007.1392 premiss (41)

¹⁴⁴ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 93 og s. 100.

¹⁴⁵ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 100.

¹⁴⁶ Begrepet ”Fair value” er oversatt til ”virkelig verdi på norsk, jf. Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 101 note 217.

¹⁴⁷ Definisjonene er utarbeidet av International Valuation Standards Council (IVSC) og International Accounting, jf. Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 100-101.

For å fastsette en hypotetisk pris, må det også avgjøres på hvilket *verdinivå* markedsverdien skal fastsettes.¹⁴⁸ Dette er primært et spørsmål om hvorvidt det er minoritets- eller majoritetsposter og hvorvidt det er likvide eller illikvide aksjer som skal verdsettes.¹⁴⁹ I praksis gjøres det tillegg i form av kontrollpremier ved verdsettelse av majoritetsposter.¹⁵⁰ Videre er det vanlig å gi såkalte minoritetsrabatter ved verdsettelse av minoritetsposter.¹⁵¹

For mindre børsnoterte selskaper og for unoterte selskaper vil det ofte være liten omsetning og dermed svak likviditet i aksjene. Det kan derfor bli aktuelt å justere verdien med en likviditetsrabatt.¹⁵²

Valg av verdinivå er et rettslig spørsmål som må besvares ut ifra en tolkning av relevante rettskilder. En juridisk betenkning av Aarbakke har dannet utgangspunktet for mye skjønnspraksis om innløsning av aksjer.¹⁵³ I betenkningen heter det:

”Hovedsynspunktet ved verdsettelsen må være at man skal fram til det beløp som en kjøper med fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling ville betale for selskapets virksomhet og eiendeler, fordelt på aksjer.”¹⁵⁴

...

¹⁴⁸ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 94 og 101.

¹⁴⁹ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 96-99 og s. 106.

¹⁵⁰ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 98.

¹⁵¹ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 98.

¹⁵² Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 92 og s. 99.

¹⁵³ Aarbakke, *Tvangsovertakelse av aksjer etter aksjeloven § 14-9 – fastsettelse av vederlaget*.

¹⁵⁴ Aarbakke, *Tvangsovertakelse av aksjer etter aksjeloven § 14-9 – fastsettelse av vederlaget* s. 7.

Ved verdsettelsen må man formentlig se bort fra at den aksje som skal verdsettes er en minoritetsaksje. Verdsettelsen må altså baseres på den forutsetning at alle aksjer i datterselskapet med like rettigheter har den samme verdi.”¹⁵⁵

Disse uttalelsene har vært tolket slik at målet er å finne frem til en forholdsmessig andel av salgsverdien i selskapet, noe som igjen har dannet grunnlag for at løsningssummen i en rekke skjønn er satt til aksjenes andel av de underliggende verdiene i selskapet.¹⁵⁶

Ifølge Dyrnes kan uttalelsene imidlertid tolkes som en presisering av verdinivået: Den antatte omsetningsverdien skal fastsettes på nivået for finansiell kontroll – det vil si en forholdsmessig andel av antatt omsetningsverdi på 100 % av aksjene, forutsatt fortsatt drift.¹⁵⁷

Kunnskap om verdigrunnlag og verdinivå er ikke alltid nok til at det kan angis nøyaktig hvilken verdi som skal beregnes.¹⁵⁸ Det kan også være nødvendig å avklare hvilke hypotetiske omstendigheter verdien skal fastsettes under. Slike omstendigheter kan betegnes som *verdipremisser*.¹⁵⁹ For eksempel vil det ha betydning om verdifastsettelsen skal skje under forutsetning av fortsatt drift.¹⁶⁰

Basert på dette, hevder Dyrnes at begrepet ”aksjenes virkelige verdi” kan erstattes med begrepet ”den antatte åpne markedsprisen for samtlige aksjer i det markedet hvor aksjene normalt omsettes”.¹⁶¹ Dette dekker både ”omsetningsverdi” og ”underliggende

¹⁵⁵ Aarbakke, Tvangsovertakelse av aksjer etter aksjeloven § 14-9 – fastsettelse av vederlaget s. 6.

¹⁵⁶ Se Rt 2003.713 premiss (58).

¹⁵⁷ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 101-102.

¹⁵⁸ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 99.

¹⁵⁹ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 99-100 og s. 106.

¹⁶⁰ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 100.

¹⁶¹ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 102 og 106.

verdi”. I den grad begrepet ikke oppfattes som tilstrekkelig presist, kan det legges til ett eller flere *verdipremisser*.¹⁶²

Hvordan skal så aksjekursen fastsettes ved emisjoner? Basert på Dyrnes’ taksonomi innebærer begrepet ”virkelig verdi” at kursen skal reflektere ”en antatt åpen markedspris”.

Det neste spørsmålet blir på hvilket verdinivå emisjonskursen skal fastsettes. Rettspraksis om emisjoner gir ikke noe klart svar. Videre er det begrenset hva som kan utledes av Rt 2003.713 (Norway Seafoods-dommen) og Rt 2007.1392 (Flesberg-dommen).

På den ene side kan det hevdes at emisjonskursen bør fastsettes til den pris minoritetsaksjonærene ville fått ved å selge sin selskapsandel. I så fall må emisjonskursen ta hensyn til eventuelle minoritetsrabatter. Et slikt utgangspunkt er i samsvar med Rt 2007.1392 (Flesberg-dommen). For børsnoterte selskaper innebærer dette at kursen skal fastsettes til nivået for likvide minoritetsposter.¹⁶³ For mindre børsnoterte selskaper og for unoterte selskaper skal kursen derimot fastsettes til nivået for lite likvide minoritetsposter.¹⁶⁴

Enkelte juridiske forfattere har imidlertid vært kritiske til et slikt utgangspunkt.¹⁶⁵ Det har vært hevdet at en emisjonskurs som tar hensyn til eventuelle minoritetsrabatter, kan komme i konflikt med minoritetsvernet.¹⁶⁶ Det er en prinsipiell forskjell mellom et frivillig salg av minoritetens aksjer og en rettet emisjon hvor minoritetens selskapsandel utvannes mot dennes vilje. Selv om merverdien utover minoritetspostens

¹⁶² Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 102.

¹⁶³ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 98-99.

¹⁶⁴ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 98-99.

¹⁶⁵ Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* s. 379-380.

¹⁶⁶ Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* s. 380.

omsetningsverdi ikke er tilgjengelig for minoriteten, bør det være opp til de enkelte aksjonærer om de skal gi avkall på en slik merverdi.¹⁶⁷

På dette punkt kan det trekkes en parallell til Rt 2003.713 (Norway Seafoods-dommen) om tvangsinnløsning. I denne dommen var den bærende argumentasjonen at minoritetsaksjonærene ble utløst ved tvang, og at deres rettigheter måtte beskyttes.¹⁶⁸ Et effektivt minoritetsvern tilsa derfor at utløsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi (selskapets ”underliggende verdier” eller ”markedet for finansiell kontroll”).¹⁶⁹

Tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer og rettede emisjoner mot minoritetens vilje skiller seg dessuten klart fra situasjonen i Rt 2007.1392 (Flesberg-dommen) der en aksjeerhverver var nektet samtykke til ervervet.¹⁷⁰ Bakgrunnen for et innløsningskrav etter at samtykke er nektet, er normalt at en aksje med begrenset omsettelighet er avtalt overdratt fra en aksjonær, og at partene er blitt enige om en pris. Ved tvangsinnløsning foreligger det derimot ingen avtale, verken om overdragelse eller om pris.¹⁷¹ Tilsvarende gjelder ved rettede emisjoner. Det er flertallet på generalforsamlingen eller styret med hjemmel i styrefullmakt som treffer beslutning om en rettet emisjon og hvilken kurs aksjene skal emitteres til.

En annen forskjell gjelder hvem som skal betale innløsningssummen.¹⁷² Ved tvangsinnløsning er det tvangsinnløseren, altså majoritetsaksjonæren, som skal betale innløsningssummen. Ved innløsning etter samtykkenektelse er det derimot selskapet som skal betale innløsningssummen. I Rt 2007.1392 pekte Høyesterett i denne sammenheng på at innløsning etter samtykkenektelse

¹⁶⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 380.

¹⁶⁸ Dommen premiss (69)-(74).

¹⁶⁹ Dommen premiss (74).

¹⁷⁰ Om forholdet mellom tvangsinnløsning og innløsning etter samtykkenektelse, se Rt 2007.1392 premiss (44).

¹⁷¹ Dommen premiss (44).

¹⁷² Se Bråthen i Magma 2007 nr. 6: ”Nytt om prinsippene for verdsettelse av aksjer ved innløsning av aksjonær” s. 3.

”... reduserer egenkapitalen i selskapet. Dersom erverver kunne få ut en andel av de underliggende verdier, ville det kunne undergrave samtykkeordningen ...”¹⁷³

Selskapet kan aldri selv tegne aksjer ved emisjoner, jf. asl./asal. § 9-1 første ledd. Ved emisjoner betales emisjonskursen av tegneren, det vil si eksisterende aksjonærer eller tredjemenn. Argumentet om reduksjon av selskapets egenkapital gjør seg derfor ikke gjeldende ved emisjoner.

På bakgrunn av argumentasjonen ovenfor er det nærliggende å hevde at emisjonskursen bør fastsettes på samme nivå som ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer. Jeg konkluderer derfor med at emisjonskursen bør fastsettes med utgangspunkt i at alle aksjer med like rettigheter har samme verdi. Ifølge Dyrnes tilsvare dette markedet for finansiell kontroll – det vil si en forholdsmessig andel av antatt omsetningsverdi på 100 % av aksjene, forutsatt fortsatt drift.¹⁷⁴ I teorien er dette også betegnet som aksjenes ”underliggende verdier”.¹⁷⁵ Settes kursen lavere, foreligger såkalt *favørkurs*.¹⁷⁶

Til nå har fremstillingen fokusert på *hva* som er aksjenes ”virkelige verdi”. Et annet spørsmål er *hvordan* denne verdien skal beregnes. Dette er et spørsmål om valg av *verdsettelsesmetode*. Slik jeg ser det, er spørsmålet noe på siden av oppgavens tema. Det kan likevel presiseres at det er flere verdsettelsesmetoder som kan benyttes for å fastsette aksjenes virkelige verdi. Eksempler er observert børskurs, nåverdi,

¹⁷³ Dommen premiss (44).

¹⁷⁴ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 101-102.

¹⁷⁵ Dyrnes i Bråthen (red.), Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper” s. 101-102, Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 380.

¹⁷⁶ Se i resultatet Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 381-382.

multiplikatorer og substansverdi.¹⁷⁷ Hvilken metode som skal benyttes, må avgjøres konkret.¹⁷⁸

Når aksjene skal verdsettes, må det først stilles følgende spørsmål: På hvilket verdinivå ”treffer” den estimerte verdien når det foretas en verdsettelse ved hjelp av vanlige og anerkjente verdsettelsesmetoder – før eventuell justering med rabatter og premier?¹⁷⁹ Denne verdien kan betegnes ”initialverdien”. Veien videre, det vil si en justering med rabatter og premier, avgjøres av hvilket verdinivå det søkes frem til. Dersom initialverdien faktisk befinner seg på verdinivået det søkes frem til, vil det ikke være aktuelt å anvende rabatter eller premier som verdijusterende elementer.¹⁸⁰

Forutsetningen her er at emisjonskursen skal fastsettes på nivået for finansiell kontroll. Hvis *initialverdien* tilsvarer verdien av en likvid minoritetspost, må vi legge til en kontrollpremie for å komme frem til verdien av finansiell kontroll.

3.3.5.4.4 Organisatoriske rettigheter

Det forekommer at en rettet emisjon bare krenker økonomiske rettigheter. Loven krever ikke at emisjonskursen skal være den samme for alle.¹⁸¹ Emisjonsbeslutningen kan derfor utformes slik at bestemte aksjonærer eller tredjemenn får tegne til favørkurs, mens de øvrige aksjonærer gis adgang til å tegne en relativ andel til en høyere pris. Her vil vurderingsobjektet utgjøre forskjellen mellom tegningskurs og riktig pris på selskapsandelen.¹⁸²

¹⁷⁷ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 102.

¹⁷⁸ Rt 2003.713 premiss (74).

¹⁷⁹ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 103.

¹⁸⁰ Dyrnes i Bråthen (red.), *Moderne forretningsjuss II: ”Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper”* s. 103.

¹⁸¹ Aarbakke m.fl., *Kommentarutgave* s. 667.

¹⁸² Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk* s. 384.

I alle andre tilfeller av rettede emisjoner vil også et element av organisatoriske rettigheter inngå i vurderingsobjektet.¹⁸³ Dette gjelder selv om det er stemmerettsløse aksjer som emitteres. Også stemmerettsløse aksjer kan øve innflytelse i kraft av den kapital de representerer. Dette gjelder bl.a. der det kreves flertall som for vedtektsendring, jf. i asl./asal. § 5-18. Emisjon i en aksjeklasse uten stemmerett vil derfor også svekke de øvrige aksjeeieres organisatoriske rettigheter.¹⁸⁴

Vurderingsobjektet for økonomiske rettigheter beskriver bare virkningen for minoritetsaksjonærene.¹⁸⁵ For å fastesette vurderingsobjektet for organisatoriske rettigheter er forhold hos *både* tegneren og aksjeminoriteten relevant. Som eksempel kan vi tenke oss et aksjeselskap hvor A eier 89 % og B 11 %. Mot Bs stemme beslutter generalforsamlingen å foreta en rettet emisjon slik at A kommer opp 91 % av aksjene. I dette tilfellet er den direkte utvanningen av Bs selskapsandel begrenset. For å beskrive virkningene for Bs eierandel er det imidlertid ikke tilstrekkelig å bare se på dennes forhold. Selv om emisjonen ikke direkte medfører tap av innflytelse, mister B en viktig minoritetsbeskyttelse. Flere bestemmelser i aksjeloven stiller nemlig krav om at minoriteten må eie minst 10 % av aksjekapitalen for å utøve minoritetsrettigheter, se for eksempel asl. § 5-6 annet ledd, § 5-25 annet ledd og § 8-4. Dessuten kan B tvangsinnløses dersom majoritetsaksjonæren eier mer enn ni tideler av aksjene, jf. asl./4-26.¹⁸⁶

Utover dette oppstår det ingen særskilte spørsmål om hvordan organisatoriske rettigheter skal integreres i vurderingsobjektet ved rettede emisjoner.¹⁸⁷

¹⁸³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 384.

¹⁸⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 384.

¹⁸⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 384.

¹⁸⁶ En lignende situasjon har vært behandlet i en upublisert lagmannsrettsdom, jf. punkt 4.3.1 nedenfor.

¹⁸⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 384, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 15.

3.3.5.5 Idealnормen

Spørsmålet om favørkurs er samtidig en vurdering av idealnормen for økonomiske rettigheter.¹⁸⁸ Av den grunn har de foregående avsnitt også relevans for idealnормen.

Ved økonomiske rettigheter innebærer idealnормen et krav om balanse mellom aksjeinnskuddet og selskapsandelen.¹⁸⁹ I utgangspunktet tilsier balansekravet at det skal være sammenfall mellom disse postene. Balansekravet går imidlertid ensidig i minoritetens favør. Dette innebærer at idealnормen kun er oversittet dersom selskapsandelens verdi overstiger aksjeinnskuddet, ikke ved en motsatt situasjon.¹⁹⁰

Som eksempel kan vi tenke oss at idealnормen for emisjonskursen er NOK 8 pr. aksje. Settes kursen lavere, foreligger det et avvik fra idealnормen.

Det gjelder også et krav om balanse ved organisatoriske rettigheter.¹⁹¹ En rettet emisjon som fraviker fortrinnsretten, vil aldri kunne fylle dette kravet. Selskapet mottar en økonomisk ytelse ved aksjetegningen. Denne ytelsen kan ikke sammenlignes med de organisatoriske rettigheter som utvannes for den enkelte aksjonær ved emisjonen.¹⁹² Av den grunn vil idealnормen for organisatoriske rettigheter alltid være oversittet ved slike emisjoner.

En justering av balansekravet for økonomiske og organisatoriske rettigheter må skje ved lov eller vedtekter.¹⁹³ Fortrinnsretten kan imidlertid ikke fravikes på generell basis, jf. asl./asal. § 10-4 annet ledd. En vedtektsbestemt justering av idealnормen er derfor lite praktisk ved rettede emisjoner.

¹⁸⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385, jf. s. 226, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 15.

¹⁸⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

¹⁹⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

¹⁹¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

¹⁹² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

¹⁹³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 386.

3.3.6 Urimelighetsvilkåret

3.3.6.1 Innledning

Hvis det foreligger et avvik mellom vurderingsobjektet og idealnormen, er vi over i urimelighetsvurderingen. Ordlyden ”urimelig” er et skjønnsmessig begrep som åpner for en konkret helhetsvurdering.¹⁹⁴ Det signaliseres at det skal foretas en interesseavveining. I juridisk teori med tilslutning i rettspraksis er det utformet retningslinjer for vurderingen.¹⁹⁵ Disse retningslinjene inndeler urimelighetsvilkåret i to kumulative vilkår; en inngrepsterskel og et saklighetskrav.¹⁹⁶ Inngrepsterskelen gir pliktsubjektene et absolutt styringsrom uavhengig av om beslutningen er saklig begrunnet.¹⁹⁷ Først dersom inngrepsterskelen er oversittet, må det foretas en saklighetsvurdering. Saklighetskravet innebærer en ekstra ”sikkerhetsventil” som utvider pliktsubjektene kompetanse utover den skjønnsmargin som følger av inngrepsterskelen.¹⁹⁸ En saklig begrunnet beslutning er ikke urimelig.

3.3.6.2 Motivet for beslutningen

Generalklausulene i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 retter seg primært mot beslutningens virkninger. Av den grunn har pliktsubjektene motiv for emisjonsbeslutningen og styrets begrunnelse etter asl./asal. § 10-3 liten betydning for misbruksvurderingen.¹⁹⁹ Som hovedregel må det foreligge en tegning til favørkurs og/eller krenkelse av de organisatoriske rettigheter før det er aktuelt å trekke inn motivet.²⁰⁰

¹⁹⁴ LG-2007-192659 s. 14, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14.

¹⁹⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 293-353, LG-2007-192659 s. 14, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14-15.

¹⁹⁶ LG-2007-192659 s. 14, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 15, jf. Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 263.

¹⁹⁷ LG-2007-192659 s. 14. Se også Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 263.

¹⁹⁸ LG-2007-192659 s. 16.

¹⁹⁹ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 319, Werlauff, Selskabsmasken s. 129.

²⁰⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 384.

Det er først og fremst sjikane og formålsløs skadehensikt som kan inngå som et supplerende argument i misbruksvurderingen.²⁰¹ Selv om en rettet emisjon kan innebære en kvalifisert forskjellsbehandling, er den etter sitt innhold lite egnet til å oppfylle et slikt subjektivt vilkår.²⁰² Som følge av underkursforbudet og andre formelle krav i asl./asal. § 10-12 jf. § 2-12 vil en rettet emisjon alltid tilføre selskapet ny kapital. På den annen side kan emisjonen føre til at selskapet blir overkapitalisert i forhold til virksomheten. Dette kan innebære en krenkelse av vinningsformålet.²⁰³ Slike forhold omfattes ikke av den type sjikane som motivkontrollen har til formål å fange opp.²⁰⁴

Det forekommer at aksjemajoritetens hensikt med emisjonsbeslutningen er å sikre seg selv en større andel av selskapsformuen eller økt innflytelse på de øvriges bekostning. Dessuten vil majoriteten ofte være kjent med minoritetens likviditetsproblemer og fastsetter emisjonstidspunktet i lys av dette. Selv om dette er moralsk forkastelige hensikter, er det ikke behov for å utøve motivkontroll.²⁰⁵ Bakgrunnen er at domstolen står ganske fritt til å prøve alle sider ved emisjonsbeslutningen, herunder om det foreligger en urimelig krenkelse av vinningsformålet og/eller likhetsprinsippet.²⁰⁶ Domstolskontroll med beslutningens objektive virkninger vil derfor fange opp de fleste slike emisjonsbeslutninger.²⁰⁷

Til nå har forutsetningen vært at motivet er av klanderverdig art. I juridisk teori har det også vært diskutert om beslutningen går klar av urimelighetsvilkåret dersom hovedformålet er å ivareta selskapets interesser.²⁰⁸ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 fastslår imidlertid at urimelighetsvurderingen må begrenses til en

²⁰¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 312-317.

²⁰² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

²⁰³ Se forutsetningsvis Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 367-368.

²⁰⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

²⁰⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

²⁰⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385, jf. s. 266-272. Domstolskontroll med emisjonsbeslutninger er nærmere behandlet i punkt 3.3.6.4 og 3.3.6.5 nedenfor.

²⁰⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 385.

²⁰⁸ Sandbekk i TfF 2002-3: "Misbruk av generalforsamlingens myndighet" s. 470.

objektiv vurdering av beslutningens virkninger.²⁰⁹ Dette innebærer at pliktsubjektenes motiv med stemmegivningen er uten relevans.²¹⁰ Gode hensikter kan altså ikke reparere en ellers ugyldig emisjonsbeslutning.

3.3.6.3 Tilblivelsesmangler

Det kan tenkes at en emisjonsbeslutning lider av saksbehandlingsfeil, vilkårlig skjønnsutøvelse og/eller faktiske feil i avgjørelsesgrunnlaget. Spørsmålet er hvilken betydning slike feil har for misbruksvurderingen.

Urimelighetsvilkåret i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 refererer seg til en beskrivelse av beslutningens innhold, jf. ”egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning”. Dette taler mot at tilblivelsesmangler er relevant i misbruksvurderingen.

På den annen side er formålet med generalklausulen i asl./asal. § 5-21 og § 6-28 å sikre et effektivt minoritetsvern. Det kan derfor reises spørsmål om det er behov for en utvidende tolkning av urimelighetsvilkåret på dette punkt.

I juridisk teori er det antatt at tilblivelsesmangler utover en eventuell motivkontroll, ikke omfattes av reglene om myndighetsmisbruk.²¹¹ Saksbehandlingsfeil er et selvstendig vilkår for ugyldighet, jf. Rt. 2003.1501.²¹² Slike feil vil imidlertid ikke utgjøre et argument i urimelighetsvurderingen.²¹³ Tilsvarende gjelder vilkårlig skjønnsutøvelse og faktiske feil i beslutningsgrunnlaget. På den annen side kan gjentatte tilblivelsesmangler være et argument for innløsning eller oppløsning på ulovfestet grunnlag, jf. Rt. 1999.330 på side 341.

²⁰⁹ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 side 18.

²¹⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 320.

²¹¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: “Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 316.

²¹² Se dommen premiss (45)-(48).

²¹³ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: “Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper” s. 316.

3.3.6.4 Inngrepsterskel

Inngrepsterskelen gir pliktsubjektene en skjønnsmargin etter asl./asal. § 5-21 og § 6-28. Det nærmere innholdet av inngrepsterskelen er behandlet i LG-2007-192659. I denne dommen uttaler retten at aksjemajoriteten må innrømmes et betydelig styringsrom før minoriteten kan påberope seg myndighetsmisbruk.²¹⁴ Dette begrunnes i hensynet til majoritetens muligheter til å styre selskapet på en effektiv måte. Innenfor en slik skjønnsmargin ”kan aksjemajoriteten fremme sine særinteresser på de andre aksjonærenes eller selskapets bekostning, og likevel gå klar av reglene om myndighetsmisbruk”.²¹⁵ Hovedregelen er at det må foreligge ”et kvalifisert avvik fra en idealnorm” før inngrepsterskelen er oversittet.²¹⁶

Uttalelsene gjelder asl. § 5-21. Sammenfallende ordlyd og vurderingstema i asl./asal. § 6-28 tilsier imidlertid at dommen har tilsvarende relevans for denne generalklausulen.²¹⁷ Dessuten påpeker forarbeidene til asl. 1976 at bestemmelsene må ”ses i sammenheng”, og at det er tale om ”tilsvarende” generalklausuler.²¹⁸

Den nærmere fastleggelsen av pliktsubjektens skjønnsmargin må avgjøres konkret, blant annet ut fra hvilke forhold beslutningen gjelder.²¹⁹ Lagmannsretten foretar likevel en sontring mellom to ytterpunkter. Skjønnsmarginen er størst i forhold til beslutninger som knytter seg til den kommersielle styringen av virksomheten, altså forretningsmessige disposisjoner.²²⁰ For eksempel vil aksjonærenes ulike syn på hvilke strategiske beslutninger som best oppfyller aksjonærenes forutsetninger knyttet til selskapsdeltakelsen, typisk i forhold til en forutsetning om maksimert økonomisk utbytte, ikke tilsi at inngrepsterskelen settes lavt. Her må majoritetsprinsippet i stor utstrekning slå igjennom selv om det senere viser seg at det var minoritetens vurderinger som ville ha gitt det beste resultatet. På den annen tilsier hensynet til

²¹⁴ Dommen s. 14.

²¹⁵ Dommen s. 14.

²¹⁶ Dommen s. 14.

²¹⁷ Se forutsetningsvis Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 122.

²¹⁸ Se Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 111 og s. 136.

²¹⁹ Dommen s. 14.

²²⁰ Dommen s. 14.

likhetsprinsippet at skjønnsmarginen innsnevres i tilfeller hvor beslutningen dreier seg om utbetalinger til aksjonærene.²²¹

Lagmannsrettens uttalelser om generalforsamlingens skjønnsmargin sier samtidig noe om domstolskontrollen i forhold til generalklausulene. Domstolsprøvelsen er moderat når det gjelder selskapets forretningsmessige disposisjoner. Dette er i samsvar med tidligere uttalelser i rettspraksis.²²² For øvrig kan domstolenes manglende forretningsmessige erfaring tilsi en begrensning av prøvelsesintensiteten på dette punkt. Situasjonen blir imidlertid en annen ved utbetalinger som krenker likhetsprinsippet. Aksjonærinteressen tilsier at domstolskontrollen intensiveres ved slike beslutninger.

De hensyn som normalt ligger bak en rettet emisjon, vil vanligvis ligge nokså nær selskapets kommersielle drift. Det kan derfor være vanskelig for domstolene å overprøve selskapets forretningsmessige vurdering av behovet for å foreta en rettet emisjon.

Videre vil vinningsformålet ofte stille krav om solid egenkapital. I perioder med finanskriser vil det ofte være kapitaltørke blant annet slik at kredittmarkedet stopper opp. Dette kan føre til akutte likviditetsproblemer for bedrifter som har basert pågående prosjekter på fremtidig lånefinansiering.²²³ Er kapitalbehovet akutt, vil det ofte ikke være tid til å avvente en ordinær fortrinnsrettsemisjon. Det besluttes derfor å foreta en rettet emisjon til utvalgte aksjonærer eller tredjemenn, jf. asl./asal. § 10-5. I slike tilfeller vil behovet for en rettet emisjon normalt bero på en forretningsmessig hensiktsmessighetsvurdering.²²⁴

Selv om det er en nær sammenheng mellom selskapets virksomhet og finansiering, kan det argumenteres for at pliktsubjektenes skjønnsmargin bør være snever ved rettede

²²¹ Dommen s. 14.

²²² Se Rt 1922.272 s. 274, Rt 1999.1682 s. 1692

²²³ Truyen, "Finnes det en nedre grense for hvilken emisjonskurs minoritetsaksjonærene må godta?" s. 1. (<http://www.uib.no/filearchive/kriseemisjoner.pdf>)

²²⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387.

emisjoner.²²⁵ En tilsidesettelse av fortrinnsretten krenker minoritetens organisatoriske rettigheter og medfører varige endringer av selskapsforholdet. Dette tilsier at rettede emisjoner ligger innenfor domstolsprøvelsens kjerneområde.²²⁶

Støtte for et slikt synspunkt finnes i Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006. Her ble idealnормen ved en fortrinnsrettsemissjon satt til NOK 9,50 pr. aksje, mens inngrepsterskelen ville være oversittet ved emisjonskurs lavere enn NOK 7 pr. aksje.²²⁷ Når det gjelder rettede emisjoner, fremgår det imidlertid av rettens uttalelser at inngrepsterskelen må settes enda lavere. Begrunnelsen er at her settes både likhetsprinsippet og vinningsformålet på prøve.²²⁸

Følgen av at inngrepsterskelen settes lavt, er at rettede emisjoner i utgangspunktet krever en særskilt begrunnelse.²²⁹ Det er her saklighetskravet kommer inn og utvider pliktsubjektenes skjønnsmargin utover hva som følger av inngrepsterskelen.

3.3.6.5 Saklighetsvilkåret

3.3.6.5.1 Oversikt

Saklighetskravet formuleres ofte som et krav til selve begrunnelsen. Hvorvidt beslutningen er saklig begrunnet beror ifølge rettspraksis på en helhetsvurdering der en rekke argumenter knyttet til selskapets situasjon er relevant.²³⁰

Ifølge juridisk teori tar saklighetskravet sikte på å avveie alle sider ved vinningsformålet, ulikartede virkninger innen rammen av likhetsprinsippet og forholdet mellom vinningsformålet og likhetsprinsippet.²³¹ Beslutningen fyller saklighetsvilkåret dersom vinningsformålet og/eller likhetsprinsippet kompenseres slik at vi igjen er

²²⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387.

²²⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387.

²²⁷ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 17-18.

²²⁸ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 18.

²²⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387.

²³⁰ LG 2007-192659 s. 16, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 18.

²³¹ Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 318.

innenfor en inngrepsterskel. Dette kan formuleres som et krav om forholdsmessighet mellom beslutningens umiddelbare krenkelse av minoritetens rettigheter og de fordeler beslutningen samlet sett er egnet til å medføre.²³²

Nedenfor skal det redegjøres for saklighetsvurderingen ved rettede emisjoner. Denne består av flere avveininger.

3.3.6.5.2 Betydningen av vinningsformålet

Saklighetsvurderingen eller forholdsmessighetsvurderingen ved rettede emisjoner omfatter for det første vurderingen av forholdet mellom emisjonens virkninger for vinningsformålet på kort og lang sikt.²³³ Avgjørende i forhold til vinningsformålet er om emisjonsbeslutningen er egnet til å sikre gevinstmaksimering i et langsiktig tidsperspektiv.²³⁴ En favørkurs kan derfor fylle saklighetsvilkåret dersom dette gir gevinstmaksimering på lang sikt.²³⁵ Selskapet vedtar for eksempel en rettet emisjon for å finansiere en oppkjøpsmulighet. Det antas at oppkjøpet vil gi selskapet en betydelig fortjeneste. I dette tilfellet taler vinningsformålet for en fleksibel emisjonsadgang.²³⁶

Ved vurderingen av vinningsformålet, kommer også betydningen av aksjekursens utvikling på spissen.²³⁷

En rettet emisjon kan medføre endringer i aksjekursen. Et praktisk spørsmål er derfor om en positiv utvikling kan kompensere for emisjonens krenkelse av økonomiske og organisatoriske rettigheter. I punkt 3.3.5.4.3 ovenfor var konklusjonen at aksjonærenes økonomiske rettigheter er knyttet til ”antatt omsetningsverdi av 100 % av aksjene.” Settes kursen lavere, foreligger favørkurs. Dette utelukker ikke nødvendigvis at en

²³² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 319 og 323.

²³³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 387-388. Se også punkt 2.3 ovenfor.

²³⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388, jf. s. 109, Sandbekk i TtF 2002 nr. 3: ”Misbruk av generalforsamlingens myndighet” s. 449.

²³⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388.

²³⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²³⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

positiv utvikling kan benyttes som saklighetsargument.²³⁸ Vinningsformålet stiller ikke krav til hvordan gevinstmaksimeringen oppnås. I en viss utstrekning kan derfor etablering av aksjekursen på et varig høyere nivå kompensere for en utvanning av de økonomiske rettigheter.

Ifølge juridisk teori er aksjekursens fluktuerende verdi et argument mot å integrere positiv kursutvikling i saklighetsvurderingen.²³⁹ For eksempel vil en rettet emisjon mot en profilert spekulant ofte være kursdrivende. Effekten av kurstigningen kan imidlertid avta når markedet senere retter fokus mot andre forhold ved selskapet eller påvirkes av aksjemarkedet for øvrig. Dersom minoriteten ikke har solgt aksjene i mellomtiden, har de ikke hatt noen glede av kurstigningen. En slik kurseffekt kan derfor ikke bidra til å gjøre emisjonen saklig begrunnet.²⁴⁰

På den annen side kunne de misfornøyde aksjonærene solgt men kursen var på topp. Velger minoriteten å ikke gjøre dette, bør et senere kursfall være deres risiko. Etter min mening vil en positiv kurseffekt derfor bidra til å gjøre emisjonen saklig begrunnet.²⁴¹

3.3.6.5.3 Forholdet mellom vinningsformålet og krenkelsen av organisatoriske rettigheter

Saklighetsvurderingen ved rettede emisjoner beror også på en forholdsmessighetsavveining mellom forventet gevinstmaksimering og krenkelsen av organisatoriske rettigheter.²⁴² Hva som kreves for at gevinstmaksimeringen oppfyller forholdsmessighetskravet, beror på emisjonens direkte utvanning av rettigheter og en samlet vurdering av forskyvninger i maktbalansen. Dette kan illustreres med et eksempel. I et selskap eier A 66 %, B 30 % og C 4 %. Generalforsamlingen beslutter mot Bs stemme å foreta en rettet emisjon slik at A kommer opp i 67 %. Den direkte

²³⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 389.

²³⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 390.

²⁴⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 389.

²⁴¹ Motsatt i Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 390.

²⁴² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388. Se også forutsetningsvis RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) s. 8.

utvanningen av Bs selskapsandel er liten. Emisjonen endrer imidlertid maktforholdet i selskapet ved at A nå har slikt flertall som er nødvendig for vedtektsendringer. Det stilles strenge krav til gevinstmaksimeringen for at passeringen av en slik kritisk skranke må aksepteres.²⁴³ Tilsvarende gjelder for passering av skranker som en tredel, halvparten eller ni tideler.²⁴⁴ Dette er grenser for henholdsvis negativ kontroll, alminnelig flertall og flertall for særlige vedtektsendringer, jf. asl./asal. § 5-17 til § 5-19. Dertil kommer adgangen til å kreve innløsning dersom morselskapet eller en privatperson eier mer enn ni tideler av aksjene eller stemmene, jf. asl. § 4-26 og asal. § 4-25.

Rettspraksis gir få eksempler på hva som kan begrunne passering av slike kritiske skranker. I juridisk teori er det antatt at en rettet emisjon som avverger at selskapet blir illikvid, kan være en saklig grunn.²⁴⁵ Forutsetningen er at andre finansieringskilder, for eksempel låneopptak, er utelukket eller svært kostbart.²⁴⁶ Dersom likviditetsbehovet kunne blitt avhjulpet uten en rettet emisjon, skal det mye til for å oppveie krenkelsen av organisatoriske rettigheter.²⁴⁷ Illikviditet innebærer at selskapet ikke kan dekke sine løpende forpliktelser etter hver som de forfaller. En likviditetskrise kan utløse mislighold av låneterminer. Dette kan igjen utløse ytterligere låneforfall og tvangsrealisasjon. Prisen som oppnås ved et tvangssalg, vil ofte være lavere enn virkelig verdi. Spesialtilpassede produksjonsmidler og uomsettelige immaterielle verdier kan dessuten gå helt tapt dersom tvangssalget fører til at virksomheten må avvikles. I slike tilfeller må generalforsamlingen og styret ha et betydelig styringsrom for å avverge illikviditet.²⁴⁸ Dette gjelder selv om emisjonen endrer maktforholdene i selskapet.

²⁴³ Se forutsetningsvis Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 395.

²⁴⁴ Se Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388, 395, 399 og 407.

²⁴⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 397-398.

²⁴⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²⁴⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398. Se også forutsetningsvis RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) på s. 7.

²⁴⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

Også i andre tilfeller kan selskapet ha et akutt likviditetsbehov. Et eksempel er finansiering av nye forretningsmuligheter.²⁴⁹ Selskapet kan for eksempel bli kjent med en oppkjøpsmulighet som vil gi store fortjenester. Videre forutsettes det at fremmedfinansiering er utelukket eller svært kostbart.²⁵⁰ Oppkjøpet må derfor finansieres ved en rettet emisjon. I dette tilfellet tilsier vinningsformålet en fleksibel emisjonsadgang.²⁵¹

På den annen side er kapitalbehovet ikke like akutt som i eksemplet over.²⁵² Dessuten er utfallet mer usikkert enn der emisjonen skal avhjelpe en likviditetskrise. Den positive innvirkningen på vinningsformålet er derfor en mer usikker faktor enn de negative konsekvenser som normalt oppstår som følge av et tvangssalg. Fremtidige forretningsmuligheter har derfor mindre vekt i spørsmålet om en rettet emisjon er saklig begrunnet, enn der en likviditetskrise utløser emisjonsbehovet.²⁵³

I juridisk teori er det også antatt at en rettet emisjon mot selskapets ansatte kan kompensere for krenkelsen av økonomiske og organisatoriske rettigheter.²⁵⁴ Forutsetningen er at de ansatte bidrar til en maksimering av selskapets inntjening.²⁵⁵ Emisjoner rettet mot ansatte knytter de ansatte nærmere selskapet og kan motivere til vedvarende eller økt innsats. Rettede emisjoner kan også benyttes for å rekruttere ettertraktet personell.²⁵⁶

²⁴⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398, Bråthen, Selskapsrett s. 172, Sandbekk i Tff 2002-3: ”Misbruk av generalforsamlingens myndighet” s. 446.

²⁵⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²⁵¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²⁵² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²⁵³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 398.

²⁵⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 391-396, Gomard, Aktieselskaber og anpartsselskaber s.157-158. Emisjoner mot ansatte er blant annet behandlet i RG 1990.1114 (Gulating) og RG 2001.841 (Gulating). Argumentasjonen i domspremissene er imidlertid lite egnet til å belyse momenter i saklighetsvurderingen.

²⁵⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 392.

²⁵⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 392.

Vinningsformålets egenvekt vil her avhenge av flere forhold.²⁵⁷ Ett moment er hvor sentral den ansatte er for virksomheten, og hvor attraktiv tegneren er på arbeidsmarkedet.²⁵⁸ Dette innebærer at generalforsamlingen og styret har en større skjønnsmargin ved rettede emisjoner mot teknisk nøkkelpersonell innefor forskning og utvikling enn mot ordinære funksjonærer og produksjonsmedarbeidere.²⁵⁹ Ordinære funksjonærer og produksjonsmedarbeidere vil ofte kunne erstattes. Slike arbeidstakere bør derfor primært belønnes gjennom normale lønnsutbetalinger.²⁶⁰ Det vil først og fremst være en forventning om økt arbeidsinnsats som begrunner emisjoner mot slike ansatte. Emisjoner som rettes til en større gruppe av ansatte uten særlige kvalifikasjoner, vil normalt utgjøre små beløp i forhold til lønnen. Motivasjonseffekten er dermed begrenset for den enkelte arbeidstaker.²⁶¹ Dette innebærer at saklighetsargumentet får tilsvarende liten vekt.

Vinningsformålet har derfor først og fremst vekt som saklighetsargument ved rettede emisjoner som gjør at utvalgte nøkkelansatte også i fremtiden vil arbeide for selskapet.²⁶² Emisjonsbeslutningens evne til å sikre økt inntjening i fremtiden, kan oppveie vesentlige krenkelser av minoritetens økonomiske rettigheter. Det vil da være forholdsmessighet mellom vinningsformålet på kort og lang sikt.²⁶³

På den annen side må vinningsformålet avveies mot krenkelsen av organisatoriske rettigheter. På generell basis er det vanskelig å si om en omfordeling av 5, 10 eller 20 prosent av aksjene er for omfattende.²⁶⁴ Betydningen av at organisatoriske rettigheter krenkes, beror både på en samlet omfordeling av slike rettigheter og på hvilke kompetansegrenser som passeres for både tegneren og minoritetsaksjonærene.

²⁵⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 392.

²⁵⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 392.

²⁵⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 393-394.

²⁶⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 393.

²⁶¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 394.

²⁶² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 394.

²⁶³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 394.

²⁶⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 394.

Emisjonsadgangen er særlig snever dersom de ansatte kommer over skranker som en tredel, halvparten, to tredeler eller ni tideler.²⁶⁵ Passering av slike skranker kan i utgangspunktet ikke oppveies av økonomiske fordeler ved en rettet emisjon mot de ansatte.²⁶⁶ Det kan imidlertid tenkes unntak dersom emisjonen rettes mot ansatte med unik kompetanse som er helt avgjørende for videre drift.²⁶⁷

Et praktisk spørsmål er om en etterfølgende reparasjonsemisjon kan kompensere for krenkelsen av organisatoriske (og økonomiske) rettigheter. Spørsmålet er særlig aktuelt der styret har fått fullmakt til å foreta rettede emisjoner, jf. asl./asal. § 10-14 annet ledd nr. 3. Slike fullmakter bidrar blant annet til handlefrihet for raske oppkjøp og akutte kriser.²⁶⁸ For å avverge misnøye hos minoriteten, vil generalforsamlingen ofte supplere fullmaktsbeslutningen med en erklæring om at minoriteten vil få en forholdsmessig adgang til å tegne seg i en etterfølgende reparasjonsemisjon.

I juridisk teori er det antatt at denne typen erklæringer må betraktes som en aksjonæravtale uten selskapsrettslig relevans.²⁶⁹ Begrunnelsen er at fullmaktsbeslutningen i seg selv ikke er egnet til å sikre minoriteten tegningsrett i etterkant. Dette beror på styrets utøvelse av fullmakten eller en eventuell etterfølgende emisjonsbeslutning fra generalforsamlingen. En *erklæring* om etterfølgende tegningsrett vil derfor ikke bidra til å gjøre emisjonen saklig begrunnet.

Situasjonen er annerledes dersom beslutningen om reparasjonsemisjon treffes samtidig som beslutningen om en rettet emisjon. I slike tilfeller er minoriteten sikret muligheten til å opprettholde sine *organisatoriske* rettigheter. Det kan likevel foreligge en krenkelse av *økonomiske* rettigheter. Her er vi tilbake til spørsmålet om favørkurs og betydningen av vinningsformålet.

²⁶⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 395.

²⁶⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 395.

²⁶⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 395.

²⁶⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 401. Se også Woxholth, Selskapsrett s. 144-145.

²⁶⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 401.

3.3.6.5.4 Forholdet mellom vinningsformålet og likhetsprinsippet

For det tredje innebærer saklighetskravet også en forholdsmessighetsavveining mellom forventet gevinstmaksimering og potensielle krenkelser av likhetsprinsippet.²⁷⁰

Domstolene vil normalt være tilbakeholdne med å overprøve emisjonens innvirkning på vinningsformålet. Dette har sammenheng med at beslutninger som alene angår vinningsformålet, ofte gjelder spørsmålet om hensiktsmessigheten av forretningsmessige valg.²⁷¹ Så lenge emisjonsbeslutningen ivaretar gevinstmaksimering på minoritetens aksjer, gir saklighetsvilkåret altså rom for å forskjellsbehandle aksjonærene.²⁷²

Selv om vinningsformålet i utgangspunktet er det overordnede formålet i aksje- og allmennaksjeselskaper, innebærer det ikke at likhetsprinsippet alltid må vike.

Generalklausulene tar sikte på å ivareta både likhetsprinsippet og vinningsformålet. En hovedregel om at vinningsformålet har forrang ville dessuten stått i strid med den brede interesseavveiningen urimelighetsvilkåret legger opp til. Rettspraksis gir da også holdepunkter for at domstolskontrollen vil være særlig intens når emisjonsbeslutningen gjelder økonomisk og/eller organisatorisk omfordeling mellom aksjonærene. I denne sammenheng er RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) relevant. Frya Bioenergi AS (FB AS) hadde en negativ egenkapital på ca. 3 millioner. Generalforsamlingen traff derfor beslutning om nedskrivning av aksjekapitalen til null. I samme møte besluttet generalforsamlingen å forhøye aksjekapitalen med NOK 3 500 000 ved en rettet emisjon. Selskapets styreleder sto bak både det selskap som var hovedaksjonær og det selskapet som tegnet de nye aksjene (H.M Holding AS). Spørsmålet som retten måtte ta standpunkt til, var om disse vedtakene representerte myndighetsmisbruk etter asl. § 5-21.

Før tingretten foretok en konkret misbruksvurdering, ble det presisert at en rettet emisjon hvor noen av aksjonærene ikke gis tegningrett, ”meget lett” vil virke

²⁷⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388

²⁷¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 326.

²⁷² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 351.

urimelig.²⁷³ Fordelene på selskapets side må i et slikt tilfelle være store. Når et slikt emisjonsvedtak kommer etter et vedtak om å nedskrive hele aksjekapitalen, vil det nesten alltid medføre en urimelighet. Det kan vanskelig tenkes tilfeller hvor en slik fremgangsmåte vil fremstå som rimelig. Retten viste til at førsteamanuensis dr. juris Filip Truyen i sin doktoravhandling hadde tatt det standpunkt at et slik vedtak alltid vil være utelukket.²⁷⁴ Retten fant imidlertid ikke grunn til å ta stilling til om slike vedtak alltid måtte kjennes ugyldig. En konkret helhetsvurdering tilsa likevel at det forelå myndighetsmisbruk i dette tilfellet.²⁷⁵

Ved avveiningen av vinningsformålet og likhetsprinsippet vil en vurdering av alternative beslutninger stå sentralt.²⁷⁶ Eksempelvis kan selskapets likviditetsbehov bidra til å gjøre en rettet emisjon til favørkurs saklig begrunnet.²⁷⁷ Forutsetningen er imidlertid at selskapet ikke har andre finansieringskilder som kan avhjelpe likviditetsbehovet, og at det ikke er mulig å emittere til en høyere kurs.²⁷⁸

RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal) er godt egnet til å belyse hvordan økonomiske og organisatoriske rettigheter skal avveises mot likhetsprinsippet.²⁷⁹ Tingretten påpekte at det ble truffet to vedtak på generalforsamlingen; et vedtak om å nedsette aksjekapitalen og et vedtak om å forhøye den ved en rettet emisjon. Vedtaket om å nedsette aksjekapitalen innebar i seg selv ikke noe myndighetsmisbruk. Nedskrivningen ble benyttet til tap som ifølge revisors bekreftelse ikke kunne dekkes på annen måte, jf. asl.

²⁷³ Dommen s. 8.

²⁷⁴ Dommen s. 8, jf. Truyen i JV 2004 nr. 05-06: "Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper" s. 323.

²⁷⁵ Dommen s. 8-9.

²⁷⁶ Se forutsetningsvis Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 18-20.

²⁷⁷ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 18-20, Truyen, "Finnes det en nedre grense for hvilken emisjonskurs minoritetsaksjonærene må godta?" s. 2.

(<http://www.uib.no/filearchive/kriseemisjoner.pdf>)

²⁷⁸ Se forutsetningsvis Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 18-20, Truyen, "Finnes det en nedre grense for hvilken emisjonskurs minoritetsaksjonærene må godta?" s. 1-3.

(<http://www.uib.no/filearchive/kriseemisjoner.pdf>)

²⁷⁹ Faktum i dommen er presentert tidligere i punkt 3.3.6.5.4.

§ 12-2 første ledd nr. 1. Et slikt vedtak innebar ikke at noen av aksjonærene eller andre fikk en ”fordel”.²⁸⁰

For å avgjøre om det forelå myndighetsmisbruk etter asl. § 5-21 måtte det derfor tas utgangspunkt i beslutningen om en rettet emisjon mot H.M Holding AS. Denne beslutningen måtte imidlertid ”ses i sammenheng med beslutningen om å nedsette aksjekapitalen.”²⁸¹ Det avgjørende måtte være hvilken virkning de to vedtakene ”samlet sett” var egnet til å gi.

Retten mente at en total tilsidesettelse av fortrinnsretten klart var egnet til å overføre et gode ettersom de øvrige aksjonærene også ønsket å tegne seg for aksjer.²⁸² Lovens krav til ”fordel” var derfor oppfylt. At investeringer som dette normalt var forbundet med risiko, endret ikke på dette. Det forelå et brudd på det grunnleggende likhetsprinsippet i aksjeretten. Minoritetens rettigheter var krenket både i økonomisk og organisatorisk henseende. For at beslutningen skulle gå klar av urimelighetsvilkåret, måtte det derfor foreligge saklige grunner. I denne saken var de hensyn som ble anført til støtte for emisjonen ikke tilstrekkelige til å oppfylle saklighetsvilkåret.²⁸³

Retten fant det riktignok bevist at selskapet hadde et akutt likviditetsbehov.²⁸⁴ Dette kunne imidlertid ikke ha særlig vekt i saklighetsvurderingen ettersom minoriteten hadde både evne og vilje til å være med i emisjonen.

Videre var det ikke påvist at selskapets interesser ville være vesentlig bedre tjent med at kapitaltilførselen alene kom fra H.M Holding AS. Investeringen var ikke betinget av at de fikk kjøpe alle aksjene alene. En forutsetning om at selskapet ikke kunne forvente noen tilførsel av kapital fra de andre aksjonærene var ”ikke tilstrekkelig” til å frata disse enhver mulighet til å benytte seg av sin tegningsrett.²⁸⁵

²⁸⁰ Dommen s. 7.

²⁸¹ Dommen s. 7.

²⁸² Dommen s. 8.

²⁸³ Dommen s. 8.

²⁸⁴ Dommen s. 7 og 8.

²⁸⁵ Dommen s. 8.

Retten påpekte videre at det lenge hadde vært et dårlig samarbeidsforhold mellom H.M Holding AS og minoritetsaksjonærene, og at emisjonen ble rettet mot H.M Holding AS først og fremst for å skape fokus og ro om selskapets drift. Ifølge rettens vurdering var det imidlertid uakseptabelt å rydde opp i problemene ved en rettet emisjon mot hovedaksjonæren. Den riktige måten å avhjelpe en eventuell uholdbar situasjon er å følge asl. § 4-25.²⁸⁶

På denne bakgrunn konkluderte retten med at en rette emisjon mot H.M Holding AS ikke var saklig begrunnet. Det forelå derfor myndighetsmisbruk etter asl. § 5-21.

Denne dommen er avsagt av tingretten og har derfor begrenset rettskildeverdi. På den annen side er det lite rettspraksis om myndighetsmisbruk ved rettede emisjoner. Tingrettsdommen må derfor sies å gi et viktig bidrag ved tolkningen av misbruksvilkårene. Den underbygger at selskapets likviditetsbehov kan benyttes som saklighetsargument ved en rettet emisjon, men at dette ikke alene er tilstrekkelig for å kompensere for krenkelsen økonomiske og organisatoriske rettigheter. Dette gjelder særlig der emisjonsbeslutningen kommer etter en beslutning om å nedsette hele aksekapitalen.

Retten uttalte for øvrig at en rettet emisjon var en uakseptabel vei å gå for å løse eventuelle samarbeidsproblemer. På dette punkt sier dommen noe om hvilke argumenter som *ikke* er relevant i saklighetsvurderingen.

I praksis innebærer likhetsprinsippet at det er vanskeligere å oppfylle saklighetsvilkåret ved rettede emisjoner i små selskaper med få eiere, enn i store selskaper med en omfattende aksjonærkrets.²⁸⁷ Årsaken er dels at domstolskontrollen med forretningsmessig skjønn intensiveres jo mer oversiktlig selskapets virksomhet er. For

²⁸⁶ Paragrafhenvisningen i dommen er feil ettersom det henvises til asl. § 5-25. Riktig henvisning er asl. § 4-25. Om utløsning av aksjonærer, se Bråthen i NTS 1999:4: "Innløsning og utelukkelse av aksjonær" s. 86 og s. 101-104.

²⁸⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388.

øvrig er det en presumsjon for at rettede emisjoner til bestemte aksjonærer i små selskaper har sammenheng med vedkommendes aksjonærposisjon. I den forbindelse er Rt. 1995.1026 (Sandaker) relevant. Spørsmålet retten måtte ta stilling til var om fordelingen ved en svært langsiktig leiekontrakt utgjorde ”utbetaling på aksjer” etter asl. 1976 § 12-4.²⁸⁸ Om dette uttalte retten blant annet at hvor det ikke er rimelig balanse mellom det aksjonæren yter og det han mottar, ”må det stilles strenge krav til sannsynliggjøring av at det ikke er sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen”.²⁸⁹ Retten kom her til at den nødvendige sammenhengen manglet. Det fremstod som en tilfeldighet at den som nøt godt av ytelsen, fremdeles satt med en aksje i selskapet. Det var vanskelig å se at denne tilfeldighet kan ha hatt noen ”innvirkning” på de disposisjoner som ble foretatt.²⁹⁰

Vilkåret om sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelse har også vært vurdert i Rt. 2011.257 (straffesak). Faktum var at A sammen med sin familie eide 95 % i selskap X. A eide dessuten et selskap Æ. Som styreformann i X besluttet A selv å inngå avtaler som var ensidig til gunst for Æ. Om dette uttalte Høyesterett:

”Synspunktet om at det må foreligge ”sammenheng mellom aksjebesittelsen og ytelsen”, kan da ikke føre til at utbetalingene fra X til fordel for Æ faller utenfor utbytteregele. Saksforholdet i saken i Rt. 1995.1026 var vesentlig annerledes enn i vår sak. I den saken fremstod det som en tilfeldighet at den som nøt godt av ytelsen, fortsatt satt med en aksje i selskapet.”²⁹¹

I juridisk teori er det argumentert for at dette vilkåret har overføringsverdi til andre tilfeller der det er spørsmål om likhetsprinsippets omfang.²⁹² Et eksempel er rettede emisjoner.²⁹³ Av den grunn vil en rettet emisjon til investorer i et allmennaksjeselskap ikke automatisk krenke likhetsprinsippet selv om vedkommende har en liten aksjepost i

²⁸⁸ Bestemmelsen er videreført i asl./asal. 1997 § 3-6, jf. Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s. 136.

²⁸⁹ Dommen s. 1033-1034.

²⁹⁰ Dommen s. 1034.

²⁹¹ Dommen premiss (53).

²⁹² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 114.

²⁹³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388.

selskapet fra før.²⁹⁴ Her er sannsynligheten mindre for at det er sammenheng mellom den rettede emisjonen og aksjonærposisjon. Tilsvarende gjelder ved emisjoner rettet mot selskapets ansatte. I små aksjeselskaper hvor den ansatte allerede har en betydelig aksjepost, vil det være en presumsjon for sammenheng mellom eksisterende aksjebesittelse og den tegningsretten som tildeles ved emisjonen.²⁹⁵ Motsatt vil likhetsprinsippet normalt ikke være krenket i store allmennaksjeselskaper selv om arbeidstakeren har aksjer fra før.

3.3.6.5.5 Øvrige saklighetsargumenter

Redegjørelsen i punkt 3.3.6.5.2 til 3.3.6.5.4 viser at *selskapets finansieringsbehov* og ønsket om å knytte de *ansatte* nærmere virksomheten, kan bidra til å gjøre en rettet emisjon saklig begrunnet. Disse momentene er ikke uttømmende. For eksempel kan rettede emisjoner mot *styrets medlemmer* være egnet til å øke selskapets inntjening.²⁹⁶ Her blir vurderingen på de fleste punkter parallell til vurderingen av emisjoner til de ansatte. Videre kan rettede emisjoner også benyttes som redskap for å inngå *strategiske allianser* eller for å få til en fremtidig *fusjon*.²⁹⁷ Dessuten kan emisjonen rettes mot en såkalt *hvit ridder* for å hindre et fiendtlig oppkjøp.²⁹⁸ Også i disse tilfellene vil saklighetsvurderingen bero på en avveining av vinningsformålet, krenkelsen av organisatoriske rettigheter og likhetsprinsippet.

3.3.7 Bevisbyrde

Utgangspunktet etter alminnelige prosessregler i norsk rett er at den som hevder å ha et krav, har bevisbyrden for bestemte deler av grunnlaget.²⁹⁹ Vedkommende må altså bære

²⁹⁴ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 388.

²⁹⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 395.

²⁹⁶ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 396-397.

²⁹⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 407-411. Se også Gomard, Aktieselskaber og Anpartsselskaber s. 157.

²⁹⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 414-419.

²⁹⁹ Robberstad, Sivilprosess s. 246.

tvilsrisikoen for hvilket faktum som skal legges til grunn når et annet alternativ er like sannsynlig som et annet.

Det er primært aksjeminoriteten som reiser søksmål om myndighetsmisbruk ved emisjoner og som derfor har bevisbyrden for faktum som underbygger vilkårene for myndighetsmisbruk.³⁰⁰ Bevisbyrden er imidlertid delt når vi kommer til urimelighetsvilkåret. Saksøker har her bevisbyrden for at inngrepsterskelen er oversittet mens bevisbyrden for saklighetsvilkåret påhviler saksøkte.³⁰¹ En slik oppsplitting har særlig betydning ved rettede emisjoner. Her vil det, med unntak av spørsmålet om favørkurs, være forholdsvis enkelt å konstatere omfanget av krenkelsen av likhetsprinsippet og vinningsformålet.³⁰² På den annen side vil det ofte være vanskelig å sannsynliggjøre omfanget av emisjonens positive virkninger. Bevisbyrdens overgang ved saklighetsvurderingen bidrar derfor til å styrke minoritetsvernet.

Bevisbyrden ved rettede emisjoner kan illustreres med et eksempel. Selskap X har et finansieringsbehov. Generalforsamlingen beslutter derfor å foreta en rettet emisjon mot majoritetsaksjonær A. I dette tilfellet er minoritetens fortrinnsrett tilsidesatt. Det er derfor enkelt å konstatere krenkelse av likhetsprinsippet. På den annen side forutsetter bevisføring om selskapets finansieringsbehov en innsikt som minoriteten normalt ikke besitter. Hensynet til et effektivt minoritetsvern tilsier derfor at bevisbyrden påligger selskapet på dette punkt.

Dersom saksøkte oppfyller kravene til saklighetsvilkåret, går bevisbyrden tilbake på saksøker.³⁰³ Det er derfor saksøker som har bevisbyrden for at de fordeler som gjør beslutningen saklig begrunnet, kunne vært oppnådd med alternative fremgangsmåter som innebærer et mindre inngrep i minoritetens rettigheter.³⁰⁴

³⁰⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 357.

³⁰¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 358-361, Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 18.

³⁰² Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 389.

³⁰³ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 361.

³⁰⁴ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 18.

4 Myndighetsmisbruk ved fortrinnsrettsemisjoner

4.1 Innledning

Ved emisjoner med fortrinnsrett for aksjonærene, kan den enkelte aksjonær opprettholde sin forholdsmessige selskapsandel ved å tegne aksjer, jf. asl./asal. § 10-4. Men også ved slike emisjoner kan det foreligge myndighetsmisbruk.

4.2 Innvendinger mot selve kapitalforhøyelsen

En aksjonær som ikke har midler eller vilje til å tegne aksjer, kan ha innvendinger mot selve emisjonen.³⁰⁵ En innvending basert på at emisjonen skaper en faktisk tvang til å benytte fortrinnsretten for å opprettholde den enkeltes forholdsmessige andel i selskapet, kan i seg selv ikke føre frem. Den enkelte aksjonær har imidlertid et rimelig krav på at myndigheten til å beslutte emisjoner brukes i selskapets interesse.³⁰⁶ Gjentatte kontantemisjoner kan for eksempel føre til at selskapet blir ”overkapitalisert” på en slik måte at beslutningen i urimelig grad strider mot vinningsformålet.³⁰⁷ Dette kan være aktuelt når majoritetsaksjonærene prøver å redusere eierandelen til en minoritetsaksjonær som ikke har midler til å delta i en emisjon. I slike tilfeller er det imidlertid ikke majoritetens motiv, men vurderingen vinningsformålet som er avgjørende. Dersom selskapet ikke har noen reelle planer om forretningsutvikling eller lignende, er det et spørsmål om ytterligere innskudd er egnet til gevinstmaksimering. I slike tilfeller kan aksjonærene like gjerne selv plassere pengene i banken.³⁰⁸

4.3 Innvendinger mot den fastsatte emisjonskursen

4.3.1 Overkurs

Det forekommer at emisjonskursen settes langt over aksjenes verdi (overkurs). I slike tilfeller øker muligheten for å presse ut mindre likvide aksjonærer. Så lenge

³⁰⁵ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 520.

³⁰⁶ Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 520, Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 367-368.

³⁰⁷ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 367.

³⁰⁸ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 368.

aksjonærene tildeles en forholdsmessig tegningsrett, vil det likevel sjelden foreligge myndighetsmisbruk.³⁰⁹ Som hovedregel bærer aksjonærene selv risikoen for egen finansiell styrke. Også de aksjonærer som ikke har evne til å delta i emisjonen, nyter godt av overprisen som betales ved kapitalforhøyelsen. Den underliggende verdien av deres aksjepost øker tilsvarende en forholdsmessig andel av overkursen. Dersom det oppstår vesentlige endringer i maktbalansen ved at en aksjonær ikke kan delta i emisjonen, innsnevres imidlertid adgangen til å sette en kvalifisert overkurs.³¹⁰ I denne sammenheng er Eidsivating lagmannsretts upubliserte dom av 24. mai 1985 relevant.

Faktum i saken var at Randi Thorvaldson og entreprenør Kjell Andenæs eide en bygård gjennom A/S Josefinegate 20. Thorvaldson eide en tredel av aksjene, mens Andenæs kontrollerte to tredeler.

For å finansiere en rehabilitering av bygården, besluttet generalforsamlingen mot Thorvaldsons stemme å utvide aksjekapitalen fra NOK 18 000 til NOK 1 800 000 ved tegning av 1 782 nye aksjer til pari kurs. Aksjonærene skulle ha fortrinnsrett i forhold til det antall aksjer de hadde fra før. Thorvaldson hevdet imidlertid at emisjonen var ugyldig på grunnlag av myndighetsmisbruk etter asl. 1976 § 9-16. Thorvaldsen følte seg tvunget til å tegne seg for en tredel av kapitalutvidelsen, for ellers ville Andenæs på hennes bekostning få fordelene av overkursen på hennes aksjer.

Lagmannsretten kom til at emisjonen var ugyldig etter asl. § 9-16. Innledningsvis presiserte retten at emisjonen innebar en 100-dobling av aksjekapitalen, og at Thorvaldsons aksjer etter kapitalutvidelsen bare ville ha representert 0,33 % av aksjekapitalen.³¹¹ For å beholde sin tredel av aksjekapitalen og ikke miste sin posisjon i selskapet, måtte hun tegne seg for 594 nye aksjer, à NOK 1000, altså NOK 594 000. Hvis hun ikke brukte sin rett, ville Andenæs overta aksjene og dermed få en betydelig maktposisjon i selskapet. Etter vedtaket hadde han dessuten adgang til å kjøpe også

³⁰⁹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 368. Se også Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 520.

³¹⁰ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 368. Se også Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper s. 520.

³¹¹ Dommen s. 14.

disse aksjene til pari og dermed stikke overkursen i egen lomme. Det var noe uklart hvor stor overkursen var, men etter rettens mening måtte den antas å utgjøre flere hundre tusen kroner for samtlige aksjer.³¹² Retten kunne i denne sammenheng ikke legge noen vekt på Andenæs' tilbud i tilsvaret om å betale Thorvaldson overkursen på hennes aksjer dersom hun avsto fra å tegne seg for de nye aksjene overhodet.³¹³

Lagmannsretten la særlig vekt på at emisjonsbeslutningen førte til at Thorvaldson kom i en tvangssituasjon.³¹⁴ For å opprettholde sin selskapsandel, måtte hun "bunnskrape" sine økonomiske ressurser som dermed ble låst fast i gården som aksjekapital. Det var da lite sannsynlig at hun senere kunne være med på å finansiere det vedlikeholds- og restaureringsarbeids av gården innvendig som også synes nødvendig.

På denne bakgrunn konkluderte retten med at fortrinnsrettsemisjonen utgjorde myndighetsmisbruk etter asl. 1976 § 9-16.³¹⁵ Hvis vi skal anvende samme terminologi som ved rettede emisjoner, innebærer dette at emisjonen ikke var *saklig begrunnet*.³¹⁶

Dommen er avsagt av lagmannsretten og har derfor begrenset rettskildeverdi. Den illustrer imidlertid at urimelighetsvurderingen er meget konkret, og at det skal mye til for å godta en overkurs som fører til store endringer i selskapets maktbalanse.

4.3.2 Favørkurs

En forholdsmessig fordeling av tegningsrett etter asl./asal. § 10-4 ivaretar likhetsprinsippet.³¹⁷ Vurderingen blir imidlertid annerledes for vinningsformålet. Aksjonærene kan ikke pålegges innskuddsplikt utover tegningsgrunnlaget i stiftelsen, jf.

³¹² Dommen s. 14.

³¹³ Dommen s. 14.

³¹⁴ Dommen s. 14.

³¹⁵ Dommen s. 14.

³¹⁶ Se punkt 3.3.6.5 ovenfor.

³¹⁷ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14, Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 368.

prinsippet i asl./asal. § 5-20 første ledd nr. 1.³¹⁸ Av den grunn kan det heller ikke stilles vilkår om ytterligere innskudd for å opprettholde en forholdsmessig selskapsandel. I utgangspunktet må derfor samtlige aksjonærer samtykke til beslutning om emisjon til favørkurs.³¹⁹ I praksis åpner urimelighetsvilkåret likevel for at styret og generalforsamlingen har et betydelig styringsrom for fastsettelse av emisjonskursen.³²⁰ Videre innebærer saklighetskravet at det må foretas en avveining mellom aksjenes virkelige verdi, selskapets kapitalbehov og emisjonens innvirkning på organisatoriske rettigheter. På dette punkt blir argumentenes relevans og vekt i hovedsak sammenfallende med drøftelsen av rettede emisjoner.³²¹

5 Oppsummering

Reglene om myndighetsmisbruk kommer til anvendelse ved fortrinnsrettsemisjoner og ved rettede emisjoner med kontantinnskudd eller tingsinnskudd. For fondsemisjoner er det derimot et absolutt forbud mot rettede emisjoner.

I de fleste tilfeller vil en *rettet emisjon* innebære en vesentlig krenkelse av *organisatoriske rettigheter*. Styrets og generalforsamlingens skjønnsmargin er her begrenset. Av den grunn vil *inngrepsterskelen* normalt være overskredet ved en rettet emisjon som krenker fortrinnsretten. Slike emisjoner krever derfor en *saklig grunn*.

For *økonomiske rettigheter* er styrets og generalforsamlingens skjønnsmargin større. Her vil inngrepsterskelen være oversittet dersom emisjonen skjer til kvalifisert favørkurs. *Favørkurs* foreligger når verdien av aksjeinnskuddet er lavere enn verdien på de aksjer som emitteres. Det må derfor avgjøres hva som er aksjeinnskuddets og de

³¹⁸ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14.

³¹⁹ Fjordane tingretts upubliserte dom av 6. mars 2006 s. 14, Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 369.

³²⁰ Se punkt 3.3.6.4 ovenfor.

³²¹ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk s. 369.

emitterte aksjenes ”virkelige verdi”. Aksjeinnskuddet verdsettes ut fra ytelsens markedsverdi. Videre skal aksjene som emitteres fastsettes til en *antatt markedsverdi*. Her må det imidlertid avgjøres på hvilket *nivå* kursen skal fastsettes. Ved emisjoner forutsettes det at aksjene skal verdsettes til verdien av samtlige aksjer i selskapet, det vil si markedet for finansiell kontroll.

En slik definisjon av favørkurs utelukker ikke at en rettet emisjon kan skje til en lavere kurs enn det som tilsvarer markedet for finansiell kontroll. Formålet med en inngrepsterskel er bare å fastsette et utgangspunkt for saklighetsargumentasjonen. Poenget er at det nå blir opp til selskapet å føre bevis for at emisjonen har slike positive virkninger at den ikke er urimelig selv om emisjonskursen ligger vesentlig under antatt markedsverdi.

Saklighetsvilkåret innebærer at det må foreligge forholdsmessighet mellom emisjonens umiddelbare krenkelser av minoritetens rettigheter og de fordeler emisjonsbeslutningen samlet er egnet til å medføre. Ved denne vurderingen går bevisbyrden over på saksøkte.

Det er flere forhold som kan bidra til å gjøre en rettet emisjon saklig begrunnet. Avgjørende blir en avveining av potensialet for gevinstmaksimering, endringer i maktbalansen og krenkelsen av likhetsprinsippet.

Forventet positiv kursutvikling kan kompensere for krenkelse av aksjonærenes økonomiske rettigheter. Videre kan rettede emisjoner til selskapets ansatte og styrets medlemmer være egnet til å øke selskapets inntjening. Slike emisjoner vil derfor veie tungt i saklighetsvurderingen hvis det bidrar til å binde nøkkelpersonell til selskapet. I den grad emisjonen endrer maktbalansen i selskapet og/eller krenker likhetsprinsippet, innsnevres emisjonsadgangen betydelig. Tilsvarende gjelder hvis det foreligger alternative tiltak som innebærer mindre krenkelser av minoritetens rettigheter.

Rettete emisjoner kan også være saklig begrunnet for å avhjelpe et akutt likviditetsbehov. Dette vil først og fremst være aktuelt der likviditeten er så presset at oppsigelse av vesentlige låneavtaler eller tvangsrealisasjon er nærliggende. Dessuten må alternativ finansiering være utelukket eller svært kostbart. Styrets og

generalforsamlingens skjønnsmargin er noe mindre for rettede emisjoner som kun skal sikre finansiering av nye forretningsmuligheter.

Hvis selskapets egenkapital er tapt eller kostnadene ved fremmedfinansiering er svært høye, forutsetter rettspraksis og teori at det er adgang til gjeldskonvertering. I slike tilfeller vil eksisterende aksjonærer ofte måtte finne seg i en betydelig utvanning av organisatoriske rettigheter. Også her er imidlertid forutsetningen at det ikke finnes mindre inngripende alternativer. I de fleste tilfeller vil derimot nedskrivning av hele aksjekapitalen med påfølgende kapitalutvidelse hvor noen av de tidligere aksjonærene ikke gis tegningsrett være utelukket. Unntak gjelder dersom aksjonærene på forhånd har gitt et uttrykkelig avkall på retten til å delta i emisjonen.

Ved fortrinnsrettsemisjoner kan aksjonærene opprettholde sin forholdsmessige andel av selskapsformuen ved å tegne aksjer. Emisjonen kan derfor ikke anfektes på grunnlag av *organisatoriske rettigheter*. Dette utelukker ikke at minoriteten har innvendinger mot selve kapitalforhøyelsen eller den fastsatte emisjonskursen. Rettspraksis viser at det kan foreligge myndighetsmisbruk dersom emisjonen ikke ivaretar selskapets interesse på en rimelig måte, eller dersom emisjonens skjer til kvalifisert favørkurs. En emisjon til favørkurs innebærer krenkelse av *økonomiske rettigheter*. Aksjonærene kan ikke pålegges innskuddsplikt for å opprettholde sin relative andel av selskapsformuen. En aksjonær kan derfor anfekte en emisjon til favørkurs selv om vedkommende er tildelt en forholdsmessig tegningsrett. Videre kan det foreligge myndighetsmisbruk dersom en fortrinnsrettsemisjon til kvalifisert overkurs fører til vesentlige endringer i selskapets maktbalanse.

6 Litteraturliste

Lover

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper (asl.)

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.)

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.)

Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv. (regnskapsloven)

Forarbeider

NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper

NOU 1995: 30 Ny regnskapslov

NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning

Innstilling om lov om aksjeselskaper avgitt mars 1970

Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper

Domsregister

Høyesterettsavgjørelser

Rt 1919.550

Rt 1922.272

Rt 1928.342

Rt 1995.1026

Rt 1999.1682

Rt 1999.330

Rt 2000.1792

Rt 2003.1501

Rt 2003.713

Rt 2007.1392

Rt 2011.257

Underrettsavgjørelser

RG 1990.1114 (Gulating)

RG 1993.737 (Nordmøre)

RG 2001.841 (Gulating)

RG 2005.1409 (Sør-Gudbrandsdal)

LG-2007-192659 (Gulating)

Upubliserte avgjørelser

Eidsivating lagmannsretts dom av 24. mai 1985

Fjordane tingretts dom av 6. mars 2006

Litteratur

Andenæs Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, Oslo 2006.

Bråthen Tore, *Innløsning og utelukkelse av aksjonær*. I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS) 1999:4 s. 86-107.

Bråthen Tore, *Verdsettelse av aksjer ved innløsning etter aksjeloven § 4-17*. I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS) 2007:3 s. 16-17.

Bråthen Tore, *Selskapsrett*, 3. utgave, Oslo 2008.

Dyrnes Sverre, *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper*. I: Bråthen Tore (red.), *Moderne Forretningsjus II* s. 78-107, Oslo 2011.

Gomard Bernhard, *Aktieselskaber og anpartsselskaber*, 5. utgave, København 2006.

Heffermehl Jørgen Stang, Tystad Rune, Woldseth Kjell, *Endring av aksjekapital*, Oslo 2002.

Matre Hugo, *Hva er en aksjonær?* I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS) 2001:4 s. 395-406.

Robberstad Anne, *Sivilprosess*, Oslo 2009.

Skåre Jan, *Det nordiske aksjelovsamarbeidet*. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap (TfR) 1988 s. 606-623.

Truyen Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*, Oslo 2005.

Werlauff Erik, *Generalforsamling og beslutning*, København 1983.

Werlauff Erik, *Selskabsmasken*, København 1991.

Werlauff Erik, *Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov*, 2. udgave, København 2002.

Woxholth Geir, *Avtalerett*, 7. utgave, Oslo 2009.

Woxholth Geir, *Selskapsrett*, 3. utgave, Oslo 2009.

Aarbakke Magnus, Aarbakke Asle, Knudsen Gudmund, Ofstad Tone og Skåre Jan, *Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer*, 2. utgave, Oslo 2004.

Aarbakke Magnus, *Tvangsovertakelse av aksjer etter aksjeloven § 14-9 – fastsettelse av vederlaget*, Oslo 1986.

Nettdokumenter

Bråthen Tore, *Nytt om prinsippene for verdsettelse av aksjer ved innløsning av aksjonær*. I: Magma 6/2007 s. 1-4. Tilgang: <http://www.magma.no/nytt-om-prinsippene-for-verdsettelse-av-aksjer-ved-innloesning-av-aksjonær> [Sitert 15. november 2011].

Bråthen Tore, *Kommentarer til aksjeloven*. I: Norsk lovkommentar nettversjon [Sitert 21. oktober 2011].

Sandbekk Håkon, *Misbruk av generalforsamlingens myndighet*. I: Tidsskrift for Forretningsjus (TfF) 2002-3 s. 438-473 [Sitert fra idunn.no].

Truyen Filip, *Myndighetsmisbruk i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. I: Jussens Venner (JV) nr. 05-06 2004 s. 306-328.

Truyen Filip, *Finnes det en nedre grense for hvilken emisjonskurs minoritetsaksjonærene må godta?* Tilgang: <http://www.uib.no/filearchive/kriseemisjoner.pdf> [Sitert 14. september 2011].

7 Lister over tabeller og figurer m v